

INCARICO PER LA DETERMINAZIONE  
DEL VALORE ECONOMICO DELLA  
SOCIETÀ FRIULAB S.R.L. AL  
30.09.2022

---

Perizia di stima del valore  
economico della società Friulab  
S.r.l.

CIG Z54392E677

30 Gennaio 2023

Progetto	Perizia di stima	pag. 1 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	

## Sommario

.....	1
1. Premessa: oggetto e limiti dell'incarico ricevuto.....	3
1.1 Oggetto.....	3
2. Descrizione dell'operazione.....	4
2.1 Contesto di riferimento e obiettivi dell'operazione.....	4
2.2 I soggetti coinvolti .....	4
2.3 Documentazione analizzata .....	6
3. Finalità della stima .....	7
4. I metodi di stima: aspetti teorici e prassi.....	7
4.1 Metodi di stima: aspetti generali .....	7
4.2 Metodi basati su flussi .....	8
4.2.1 Metodi Redditali .....	9
4.2.2 Metodi Finanziari .....	11
4.3 Metodi patrimoniali .....	13
4.3.1 Metodo Patrimoniale semplice.....	14
4.3.2 Metodo Patrimoniale complesso .....	15
4.3.3 Potenzialità e limiti dei metodi patrimoniali .....	15
4.4 Metodi misti .....	16
4.4.1 Metodo patrimoniale con separata valutazione del goodwill/badwill .....	17
4.5 Metodi basati sui multipli .....	18
5. Scelta del metodo per la stima del valore economico di Friulab .....	20
6. La valutazione di Friulab .....	21
6.1 Stima del valore di FRIULAB.....	21
7. Sintesi e conclusioni.....	22



# 1. Premessa: oggetto e limiti dell'incarico ricevuto

## 1.1 Oggetto

Nel contesto della più ampia operazione di aggregazione societaria fra CAFC S.p.A. (d'ora innanzi, per brevità, anche "CAFC") ed Acquedotto Poiana S.p.A. (di seguito anche "Poiana"), soci della Friulab S.r.l., società che gestisce il laboratorio di analisi sito presso i locali di CAFC S.p.A., i vertici aziendali di CAFC S.p.A. intendono procedere all'acquisizione della quota di partecipazione di minoranza di Friulab S.r.l. detenuta dalla società Acquedotto Poiana S.p.A., e successivamente, nel corso del 2023, alla fusione per incorporazione della Friulab S.r.l. stessa.

A tal fine, ci è stato affidato l'incarico di redigere la perizia di stima asseverata per la determinazione del valore corrente teorico della Società Friulab S.r.l., alla data del 30.09.2022.

Nello specifico, pertanto, il presente documento è finalizzato a determinare il valore corrente teorico della società Friulab S.r.l.

A tal fine, si vuole sottolineare che il concetto di valore corrente teorico assume rilevanza diversa da quello di prezzo di cessione o conferimento, per la determinazione del quale possono entrare in gioco fattori soggettivi e di opportunità (scelte strategiche, sinergie operative, urgenze di natura finanziaria, ecc.) che allo scopo del presente incarico non possono essere presi in considerazione.

La valutazione è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- *ipotesi "stand alone"*: la valutazione è stata effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto di eventi futuri straordinari o inattesi e che comunque modifichino in modo significativo l'attività della società;
- *informazioni e documenti di base*: la valutazione è basata su informazioni e su documenti predisposti dalle direzioni delle Società, che sono stati verificati solo per ragionevolezza. La responsabilità sulla qualità, completezza e sulla correttezza dei dati e delle informazioni compete esclusivamente al management della Società;
- *revisione e certificazione*: l'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, non esprimiamo alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sui bilanci della Società e sulle situazioni economico patrimoniali fornite, così come su qualsiasi altra informazione finanziaria, o sui controlli operativi o interni. Ricordiamo che la società ha nominato un Revisore Unico nella persona del Dott. Gianluca Fantini e che lo stesso ha svolto l'attività di controllo contabile, tra l'altro, sul bilancio 2021, concludendo con un giudizio senza rilievi sullo stesso. E' stata peraltro effettuata un'analisi di ragionevolezza sulle voci più significative del bilancio 2021 e sulla situazione economico patrimoniale al 30.09.2022;
- *verifiche e accertamenti su dati extra bilancio*: l'incarico non comprende lo svolgimento di verifiche ed accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura fiscale, contrattuale, previdenziale, connesse a problematiche non riportate nei bilanci e negli altri documenti utilizzati ai fini dell'analisi;

Progetto	Perizia di stima	pag. 3 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	



- *consulenza e giudizi in merito all'Operazione*: l'incarico non prevede l'assistenza e/o la consulenza nell'ambito dell'Operazione, neppure di natura fiscale, né alcun giudizio sulla sua fattibilità o convenienza che rimangono comunque di esclusiva competenza degli Organi Amministrativi delle Società.

## 2. Descrizione dell'operazione

### 2.1 Contesto di riferimento e obiettivi dell'operazione

#### 1. Oggetto dell'incarico

Obiettivo dell'intervento in oggetto è la redazione di una perizia di stima asseverata per la determinazione del valore economico della Società Friulab S.r.l., alla data del 30.09.2022, finalizzata a fornire informazioni utili ai vertici aziendali di CAFC S.p.A. relativamente al "valore corrente teorico" di Friulab S.r.l. ai fini della operazione di acquisizione della quota di partecipazione del 11,6% detenuta da Acquedotto Piana S.p.A.



#### 2.2 I soggetti coinvolti

Con riferimento agli scopi del presente documento, i soggetti coinvolti nell'operazione sono:

- a) il **CAFC S.p.A.**, in qualità di socio della società Friulab S.r.l.;
- b) **Friulab S.r.l.**, in qualità di società target dell'operazione.

#### **Friulab**

Friulab effettua l'attività di laboratorio accreditato di analisi chimiche e microbiologiche su acque potabili e reflue; è soggetto accreditato dall'Ente di accreditamento nazionale ACCREDIA ISO 17025 dal 2004 ed è inserito nell'elenco regionale dei laboratori che effettuano analisi nell'ambito delle procedure di autocontrollo per le industrie alimentari, ai sensi del DGR n° 2452/2004 dal 2006. Friulab opera prevalentemente per conto dei soci, società *in house* della Regione FVG, che svolgono prevalentemente l'attività di servizio idrico integrato. Gli attuali soci sono: CAFC S.p.A., con una quota di partecipazione del 88,4% ed Acquedotto Poiana S.p.A., con una quota di partecipazione del 11,6%.

L'attività di Friulab S.r.l. svolta a favore dei soci si attesta attorno al 80%, mentre il residuo 20% è realizzato nei confronti di HydroGEA S.p.A., società *in house* di Pordenone operante nel servizio idrico integrato, e di soggetti imprenditoriali del territorio, oltre che di istituzioni ed enti pubblici.

La società, pur operando con i suoi soci con rapporti di tipo commerciale regolati da normali condizioni di mercato, è particolarmente attenta ad un equilibrio di ricavi e costi ed i risultati di esercizio; infatti, analizzando i risultati dopo le imposte nel periodo 2017- 2019, questi si attestano mediamente attorno ai 30 mila euro, a fronte di un patrimonio netto medio per lo stesso periodo di circa 1.574 mila euro; l'utile netto remunera il patrimonio netto ad un tasso del 1,9% che è senz'altro inferiore a quello che può essere considerato il tasso normale di remunerazione

Progetto	Perizia di stima	pag. 4 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	



del capitale di mercato. Negli esercizi 2020 e 2021 i ricavi e la redditività sono risultati in crescita, con una remunerazione media dell'utile netto medio rispetto al patrimonio netto medio pari ad un tasso del 7,8%. L'incremento dei ricavi negli esercizi 2020-2021 è connesso alla necessità delle società operanti nel settore del sistema idrico integrato di aumentare il numero delle analisi delle acque, come richiesto dall'autorità nazionale di riferimento.

### Compagine sociale

SOCIO	% CAPITALE SOCIALE
CAFC S.p.A	88,40
Aquedotto Poiana S.p.A.	11,60
<b>Totale</b>	<b>100,00</b>

### Organi di amministrazione e controllo

Presidente	Candotto Giancarlo
Amministratore Delegato	Turello Oriano
Consigliere	Patriarca Alessandro
Consigliere	Viero Elena
Consigliere	Cabbai Valentina
Sindaco Unico	Fantini Gianluca

### Principali dati economico finanziari

#### Dati economici

	Set 2022	2021	2020	2019
Valore della produzione	1.250	1.703	1.553	1.431
Costi operativi numerari	(1.152)	(1.387)	(1.263)	(1.266)
<i>EBITDA</i>	98	316	290	165
Ammortamenti, svalutazioni, accantonamenti	(125)	(145)	(82)	(83)
<i>EBIT (A-B)</i>	(27)	171	208	82
Dividendi da partecipazioni	-	-	-	-
Altri oneri/proventi e rettifiche attività finanziarie	-	-	-	-
<i>Risultato ante imposte</i>	(27)	171	208	82
Imposte	-	(40)	(54)	(26)
<i>Risultato netto</i>	(27)	131	154	56

Progetto	Perizia di stima	pag. 5 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	

Dati patrimoniali	Set			
	2022	2021	2020	2019
Capitale circolante netto	485	145	224	201
Immobilizzi mat. e immat.	1.280	1.331	1.006	344
Immobilizzi finanziari	-	-	-	-
TFR	(224)	(212)	(185)	(192)
Altre attività / passività a M/L	-	-	-	-
<b>Capitale investito netto</b>	<b>1.542</b>	<b>1.264</b>	<b>1.045</b>	<b>353</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>1.876</b>	<b>1.903</b>	<b>1.772</b>	<b>1.619</b>
<b>PFN</b>	<b>(334)</b>	<b>(639)</b>	<b>(727)</b>	<b>(1.266)</b>
<i>Totale a pareggio</i>	<i>1.542</i>	<i>1.264</i>	<i>1.045</i>	<i>353</i>



Il budget economico predisposto dall'Organo Amministrativo per l'esercizio 2022 evidenzia una sostanziale continuità con i dati di ricavo, mentre si evidenzia un incremento dei costi, anche a causa dei costi connessi al trasloco nella nuova sede, con un risultato previsto finale di sostanziale pareggio. La situazione economico patrimoniale al 30.09.2022 si chiude con una perdita in formazione, al loro dell'eventuale effetto fiscale, pari a circa 27 k€. A fine dicembre 2022 è stata decisa una riduzione della percentuale di sconto applicate agli operatori del servizio idrico integrato soci e convenzionati, resasi necessaria per conseguire l'auspicato pareggio economico finale.

### 2.3 Documentazione analizzata

Ai fini del lavoro di valutazione è stata acquisita ed analizzata la seguente documentazione:

- Bilanci d'esercizio 2020 e 2021 della Società, comprensivi di Nota integrativa, e Relazione del Sindaco Unico;
- Budget Economico 2022
- Conto economico al 30.09.2022 con relativa relazione trimestrale
- Libro cespiti della Società aggiornato al 30.09.2022;
- Statuto, atto costitutivo e patti parasociali;
- Contratti attivi di vendita in essere, con particolare riferimento alla convenzione con HydroGEA S.p.A.;
- Principali contratti passivi
- Dichiarazioni dei redditi relative agli anni aperti.

Sono stati inoltre forniti ulteriori documenti ed informazioni richieste e ritenute rilevanti ai fini del processo di valutazione.

Si sottolinea che il materiale fornito dalla Società è stato sottoposto ad un giudizio di adeguatezza da parte del valutatore che si concretizza in una dichiarazione da parte dell'esperto che, a sua conoscenza, non esiste miglior informazione ragionevolmente acquisibile esercitando l'ordinaria

Progetto	Perizia di stima	pag. 6 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	

diligenza; solo a tal fine è stata svolta una attività di verifica su alcune poste economico-patrimoniali di particolare rilevanza; purtroppo, tutti i dati e le informazioni forniteci agli scopi del presente incarico, rimarranno di esclusiva pertinenza e responsabilità della direzione aziendale di CAFC S.p.A. e di Friulab S.r.l.

### 3. Finalità della stima

Nel contesto dell'Operazione descritta nel capitolo precedente, la presente valutazione di stima è finalizzata a determinare il valore corrente teorico di Friulab S.r.l.

I principi cardine cui si deve ispirare la valutazione di un'azienda sono:

- (i) *razionalità*: la valutazione deve derivare da un processo logico, chiaro, convincente e quindi come tale largamente condivisibile; caratteristiche che devono essere veicolate dalla formula valutativa utilizzata;
- (ii) *dimostrabilità*: deve essere possibile attribuire ai fattori che entrano nella formula valori e grandezze supportate da dati controllabili;
- (iii) *neutralità*: il processo di valutazione non deve contenere scelte meramente soggettive, arbitrarie, non disinteressate che possano influire sul risultato della stima;
- (iv) *stabilità*: il criterio di valutazione adottato deve permettere di evitare continue oscillazioni di valore legate a fatti contingenti o a variazioni di prospettive dipendenti da opinioni soggettive rispetto ad elementi oggettivi.

A tal proposito va evidenziato come nessuno dei metodi generalmente utilizzati per la valutazione aziendale (si veda infra, capitolo 4) riunisce tutte le caratteristiche indicate. Pertanto, lo stimatore deve scegliere di volta in volta il metodo più adatto all'azienda ed al settore di riferimento.

In virtù degli interessi tutelati, per tutte le finalità per le quali viene predisposta la presente valutazione, la stima deve rispondere, oltre che ai principi sopra menzionati, anche, quanto più possibile, a principi di prudenza.

## 4. I metodi di stima: aspetti teorici e prassi

### 4.1 Metodi di stima: aspetti generali

La valutazione di un'azienda o di sue parti specifiche (business, rami aziendali, ...) presenta difficoltà notevolmente superiori a quelle richieste dalla valutazione di un investimento "standard", sia per la complessità della stima dei flussi di ritorno prodotti dall'oggetto di valutazione, sia per il problema della durata, in linea di principio indeterminata, che caratterizza un'azienda e che, necessariamente, comporta rilevanti conseguenze sul piano metodologico e di contenuto, aumentando la difficoltà delle stime e la possibilità di errori e imprecisioni.

Progetto	Perizia di stima	pag. 7 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	



La valutazione d'azienda è, pertanto, un procedimento complesso, che richiede l'individuazione e la quantificazione di numerose variabili, al fine di riuscire ad esprimere un dato che tenga conto di tutte le leve fondamentali di creazione del valore.

La dottrina economico-aziendale e la pratica operativa hanno elaborato nel tempo una grande varietà di costruzioni, le quali presentano impostazioni di fondo e caratteristiche anche profondamente diverse tra di loro. Tra queste si evidenziano:

- (a) **metodi fondati sull'attualizzazione di flussi futuri.** Si tratta di approcci tesi a determinare il valore aziendale come somma dei flussi prospettici generati dall'oggetto di valutazione. A loro volta, tali metodi si suddividono tra:
- (i) metodi fondati sull'attualizzazione dei flussi *reddituali*; tra questi trovano particolare diffusione gli approcci basati sul Reddito Operativo (RO) e quelli basati sul Reddito Netto (RN);
  - (ii) metodi fondati sull'attualizzazione di flussi *finanziari* (Discounted Cash Flow - DCF), tra i quali trovano particolare diffusione gli approcci basati sul Free cash flow operativo (FCFO) o sul Free Cash Flow netto per gli azionisti (FCFE);
- (b) **metodi patrimoniali.** Si tratta di approcci che stimano il valore aziendale come somma del valore di specifici *assets* aziendali;
- (c) **metodi fondati su approcci misti.** Si tratta di approcci che si basano sul presupposto che il valore di un'iniziativa sia formato da diversi addendi: il valore dei suoi *assets* e il valore dei sovraredditi, vale a dire dei redditi che superano il costo opportunità del capitale (il rendimento medio atteso per un investimento con lo stesso livello di rischio di quello dell'azienda). Tra i molti modelli proposti dalla letteratura appare particolarmente diffuso l'approccio noto come metodo misto patrimoniale-reddituale con separata valutazione del goodwill/badwill.
- (d) metodi basati su **misure comparabili** (multipli). Si tratta di approcci che stimano il valore economico aziendale comparando specifiche grandezze aziendali con grandezze relative ad altre imprese di cui si conosce il valore economico.

Di seguito si presentano sinteticamente i caratteri fondamentali delle metodologie citate, indicandone anche i principali pregi e limiti.

## 4.2 Metodi basati su flussi

I metodi fondati su valori-flusso (reddituale e finanziario) sono strettamente correlati al valore del "capitale economico" dell'impresa nell'ottica non della valorizzazione dei singoli assets che oggi determinano il patrimonio aziendale, ma della loro capacità di generare flussi in futuro, considerando pertanto l'azienda come un "organismo economico unitario".

La formula generale di questa famiglia di metodi può essere espressa come di seguito:

Progetto	Perizia di stima	pag. 8 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	

$$W = \sum_{T=1}^n \frac{F_T}{(1+i)^T}$$

dove:

W = Valore economico aziendale

F = Flussi prospettici da attualizzare (reddituali o finanziari)

I = Costo del capitale

T = Orizzonte temporale di osservazione.

Tale formula generale può poi assumere forme diverse a seconda che venga preso in considerazione:

- 1) un flusso medio normale o più flussi analitici;
- 2) un orizzonte temporale finito o infinito;
- 3) il riconoscimento o meno di un valore terminale nel caso di orizzonte temporale finito.

Nell'ambito dei metodi basati sui flussi si distinguono:

- Metodi reddituali
- Metodi finanziari.

#### 4.2.1 Metodi Reddituali

Secondo il metodo reddituale il valore di un'azienda (o partecipazione) deriva dalla sua attitudine a generare reddito e quindi a produrre nuova ricchezza. Nell'approccio reddituale il patrimonio assume rilievo solo in quanto strumento per la produzione di reddito e viene considerato esclusivamente per gli effetti che esso produce sui risultati di gestione.

Per la definizione di tali redditi si prende generalmente in considerazione il risultato "medio normale" inteso come risultato d'esercizio privo dell'impatto della gestione straordinaria e degli effetti relativi al carico fiscale non destinati a ripetersi in futuro.

Una volta individuati i redditi prospettici, il valore del capitale proprio viene determinato attualizzando tutti i valori alla data di valutazione con un tasso di sconto definito.

La formula generale relativa al metodo in questione è di seguito rappresentata:

$$W = \sum_{T=1}^n \frac{R_T}{(1+i)^T}$$

dove:

W = Valore economico aziendale

R = Redditi prospettici da attualizzare

I = Costo del capitale

T = Orizzonte temporale di osservazione.

Il flusso reddituale, ai fini della stima, deve essere integrato e rettificato con una serie di interventi riassumibili in tre processi:

- a) *normalizzazione*, volta a redistribuire nel tempo di proventi e costi "straordinari", eliminare ricavi e costi estranei alla "gestione", neutralizzare eventuali politiche di bilancio giudicate distorsive rispetto al fine (comprese quelle fiscali);

Progetto	Perizia di stima	pag. 9 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	



- b) *integrazione*, per esprimere nel risultato l'eventuale dinamica di beni immateriali e di altri valori non contabilmente espressi;
- c) *allineamento/adeguamento* per eliminare eventuali effetti distorsivi dell'inflazione, rendendo così omogenea la successione temporale dei dati.

I metodi reddituali presentano nell'esperienza vari possibili orizzonti temporali, il cui limite è di pochi anni (anche se di solito mai inferiore a tre/cinque), ed il cui limite massimo teorico è l'infinito. All'interno di tali intervalli di valori, il perito dovrà valutare quale sia tempo ritenuto ragionevole ed utilizzare la versione della formula più corretta con lo scenario prescelto.

### Potenzialità

Parte della letteratura ha evidenziato che:

- il principio che deve ispirare la valutazione del capitale economico è quello della conservazione, cioè della vitalità dell'impresa; l'unico flusso in grado di garantire la conservazione del capitale è quello reddituale [Bini, 1997, p. 80]. In particolare è stato osservato che la valutazione reddituale può essere una stima del capitale economico mentre la valutazione finanziaria non lo è mai [Guatri, 1998, p. 192];
- i risultati reddituali tendono a una minore variabilità rispetto ai risultati finanziari; conseguentemente le stime basate sui risultati reddituali appaiono più facilmente dimostrabili [Guatri, 1998];
- la possibilità di effettuare proiezioni prospettiche dei Risultati Netti consente di catturare l'evoluzione attesa della gestione. [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Damodaran, 2001; Sandri, 2001, pp. 37-51].

### Limiti e criticità

- le variazioni dei prezzi di borsa, come dimostrato da alcune evidenze empiriche, sono associate a variazioni dei flussi di cassa piuttosto che a variazioni nelle grandezze reddituali [Sunder, 1973; Hong, Kaplan, Mandelker, 1978; Cornell, 1993];
- i modelli reddituali non consentono di apprezzare condizioni in cui vi siano significative differenze tra flussi di risultato economico e flussi di risultato monetario. Nello specifico si aggiunga che l'impianto metodologico dell'attualizzazione è finalizzato a trasferire nel tempo il valore di somme monetariamente disponibili; pertanto è solo con riferimento ai flussi di cassa che esso assume significato [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001];
- l'utilizzo di orizzonti temporali illimitati soprattutto quando accompagnato da ipotesi di crescita costante (anche se contenuta) può condurre a sovrastimare il valore aziendale potenziale [Donna, 2003];
- l'esistenza di eventuali politiche di bilancio può inficiare le elaborazioni effettuate soprattutto ove si costruiscano le previsioni partendo da dati storici dell'impresa;
- gli approcci basati sull'attualizzazione dei Risultati Netti necessitano di determinare il costo del capitale di rischio. In questo senso si possono riscontrare difficoltà nel determinare il costo del capitale di rischio soprattutto per le piccole e medie imprese.

Queste caratteristiche rendono la metodologia in esame particolarmente adatta nei casi in cui vi siano condizioni di **equilibrio economico stabile e duraturo**, ove il processo di normalizzazione dei redditi e la stabilizzazione dell'impiego di capitale siano pienamente ragionevoli.

In particolare questo approccio produce risultati significativi quando vi sono [Massari, 1998]:

- tassi di sviluppo contenuti;
- tassi di sviluppo elevati, ma senza investimenti consistenti in capitale circolante e in capitale immobilizzato;
- contenuta ciclicità;

Progetto	Perizia di stima	pag. 10 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	




- elevata ciclicità ma con sostanziale coerenza tra flussi reddituali e flussi monetari;
- stabilità della struttura finanziaria.

#### 4.2.2 Metodi Finanziari

Con questi metodi l'azienda è vista alla pari di un investimento, il cui valore è dato dai flussi di cassa attesi dalla gestione, attualizzati al tasso di rendimento offerto da investimenti alternativi omogenei e, quindi, confrontabili.

I metodi finanziari identificano il valore di un'azienda con la sommatoria dei flussi monetari che essa sarà in grado di generare in futuro, attualizzati ad un tasso appropriato, ed in cui il flusso calcolato per l'anno  $n$  è comprensivo della liquidazione del patrimonio d'azienda.

In particolare, i metodi finanziari contemplano almeno tre tipologie di criteri valutativi:

- 
- *analitici*, basati sulla stima di flussi di cassa futuri dettagliati per anno fino al termine della vita attesa dell'azienda;
  - *sintetici*, che utilizzano semplificazioni nella stima dei flussi futuri o di determinate variabili di calcolo, al fine di semplificare il processo di valutazione;
  - *analitici con Terminal Value*, soluzioni "ibride" che si basano su stime puntuali per un determinato periodo di previsione e stime sintetiche per le assunzioni di più lungo periodo.

Ciascuna di queste tipologie può a sua volta differenziarsi in base a determinate procedure operative di dettaglio seguite per la determinazione delle grandezze fondamentali necessarie ai fini della valutazione (in particolare, del tipo di flusso di cassa e del tasso di attualizzazione).

Si ricorda, in questa sede, la differenza tra metodi finanziari *assets side* (in cui l'azienda è valutata in base al valore dei flussi di cassa generati a favore sia degli azionisti sia dei portatori di capitale di debito oneroso) e metodi *equity side* (l'azienda è valutata in base al valore dei soli flussi di cassa generati a favore degli azionisti).

I metodi finanziari *assets side* vengono anche generalmente chiamati metodi *Unlevered*, in quanto i flussi di cassa utilizzati per la valutazione sono quelli generati dall'attività operativa al lordo degli oneri finanziari.

La formula su cui si basa il metodo finanziario, nella versione attualmente più utilizzata (*l'Unlevered Discounted Cash Flows Analysis*), è la seguente:

$$W = \sum_{T=1}^n \frac{FC_T}{(1+i)^T} + \frac{VT_n}{(1+i)^n} + D + sa$$

con:

$W$  = valore dell'azienda;

$FC$  = flussi di cassa attesi anno per anno;

$n$  = durata (in anni) del periodo di previsione analitica del flusso di cassa;

$i$  = tasso di attualizzazione posto pari al costo medio ponderato del capitale;

$VT$  = valore finale, cioè dell'anno  $n$  dell'investimento (*Terminal Value*). Il flusso di cassa atteso non si arresta all'anno " $n$ ", cioè alla fine del periodo di valutazione, in quanto la vita

dell'azienda è normalmente più lunga (tendenzialmente infinita). La definizione del valore finale VT è il modo per tener conto, in modo sintetico ed indiretto, dei flussi annuali imprevedibili, cioè di tutti quelli al di là della soglia di prevedibilità analitica;

D = valore attuale dei debiti finanziari, spesso sostituito dalla posizione finanziaria netta al data di valutazione;

sa = *surplus assets* (attività e/o passività non operative), oggetto di separata valutazione.

Le variabili da analizzare, verificare e sostenere ai fini valutativi sono quindi numerose ed in alcuni casi caratterizzate da una rilevante complessità.

### Potenzialità

- le imprese tendono alla massimizzazione del flusso di cassa e conseguentemente i metodi finanziari di valutazione del capitale economico sono lo strumento più efficace e coerente con l'obiettivo di creazione di valore nel lungo termine. Questo concetto viene spesso sintetizzato nel noto slogan "*Cash is the King*" [Copeland, Koller, Murrin, 1990];
- gli approcci finanziari consentono di apprezzare in modo puntuale i flussi di risultato prodotti dalle imprese riconoscendo il momento di effettiva manifestazione monetaria e valutando puntualmente gli investimenti in capitale circolante e immobilizzato [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Damodaran, 2001; Sandri, 2001, pp. 32-52];
- le variazioni dei prezzi di borsa, come dimostrato da alcune evidenze empiriche, sono associate a variazioni dei flussi di cassa piuttosto che a variazioni nelle grandezze reddituali o patrimoniali. Questo aspetto induce a ritenere che i FC siano estimatori puntuali della capacità dell'impresa di generare valore economico [Sunder, 1973; Hong, Kaplan, Mandelker, 1978; Cornell, 1993];
- la possibilità di effettuare proiezioni analitiche dei FC consente di catturare l'evoluzione attesa dei risultati d'impresa [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Damodaran, 2001; Sandri, 2001, pp. 37-51];
- gli approcci FCFE consentono di valutare puntualmente i movimenti monetari derivanti da operazioni di finanziamento (acquisizione, remunerazione, restituzione) agevolando i processi di valutazione nelle ipotesi in cui si registrino frequenti interventi nella struttura finanziaria d'azienda [Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001].

### Limiti e criticità

A fronte di questo rigore metodologico, le modellizzazioni in esame presentano alcuni limiti. In particolare la letteratura ha evidenziato che:

- gli approcci finanziari in generale necessitano di una consistente attività di pianificazione finalizzata a stimare i risultati prospettici attesi. Questo aspetto, soprattutto in condizioni di forte variabilità della dinamica aziendale, può portare a sovrastimare o sottostimare i fabbisogni finanziari per investimenti in capitale circolante e immobilizzato con conseguente impatto in termini di determinazione del valore economico. Alcuni autori sottolineano come queste difficoltà siano tali da rendere gli approcci finanziari eccessivamente soggettivi e sottoposti ad un reale rischio di arbitrarietà [Guatri, 1998];
- gli approcci finanziari risentono di un vizio di sostanza tale da renderli sconsigliabili nei processi di valutazione delle aziende. In particolare, alcuni autori sottolineano come nella valutazione delle aziende non si possa utilizzare il medesimo principio che si applicherebbe per la valutazione di un singolo progetto. Il principio che deve ispirare la valutazione del capitale economico è quello della conservazione, cioè della vitalità dell'impresa; il flusso di risultato da scontare non può essere quindi costituito da un flusso di cassa che non garantisce la conservazione del capitale [Bini, 1997, p. 80];



- l'utilizzo di orizzonti temporali illimitati, soprattutto quando accompagnato da ipotesi di crescita costante dei flussi di *terminal value*, può condurre a sovrastimare il valore aziendale potenziale [Donna, 2003];
- gli approcci basati sull'attualizzazione dei FC utilizzano il costo del capitale di rischio. In questo senso si possono riscontrare difficoltà:
  1. nel determinare il costo del capitale di rischio soprattutto per le piccole e medie imprese;
  2. nel trattare i flussi finanziari derivanti dalle forme di finanziamento ibride (prestiti obbligazionari convertibili, warrant, ...) [Massari, 1998; Donna, 1999; Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Massari, Zanetti, 2004];

Queste caratteristiche rendono la metodologia in esame particolarmente adatta nelle condizioni in cui vi siano:

- imprese con tassi di sviluppo elevati o forte ciclicità dei risultati. In questo senso diventano particolarmente importanti le metodologie analitiche, dato che consentono di valutare puntualmente l'impatto della crescita aziendale e di evidenziare in modo più accurato i cicli economico-finanziari dell'impresa [Massari, 1998; Perrini, 2001]. Questi elementi positivi devono tuttavia essere soppesati considerando la maggiore difficoltà nella previsione dei flussi di risultato prospettici [Damodaran, 2001; Damodaran 2005];
- imprese con differenze significative tra flussi di risultato economico e flussi di risultato monetario (situazioni di forte inflazione o elevata rischiosità d'impresa, con consistenti investimenti in capitale circolante e/o capitale immobilizzato). In questo senso diventano particolarmente importanti le metodologie analitiche e quelle miste, dato che consentono una più accurata analisi degli investimenti necessari alla gestione [Massari, 1998];
- imprese dotate di *assets* fortemente interrelati e dotati di scarsa autonomia di valore. In queste condizioni il valore dei flussi di risultato prodotti dall'impresa nel suo complesso risulta significativamente superiore alla sommatoria dei singoli asset [Massari, 1998];
- imprese dotate di una struttura finanziaria relativamente stabile nel tempo. Questo elemento consente di evitare problematiche valutative collegate alla sopra/sotto valutazione del costo medio ponderato del capitale [Massari, 1998; Damodaran, 2001; Brusa, Guelfi, Zampogna, 2001; Massari, Zanetti, 2004].

### 4.3 Metodi patrimoniali

La stima patrimoniale si fonda sul tradizionale principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale. Mentre gli elementi passivi sono sempre tutti considerati, gli elementi attivi sono variamente trattati. Entrano sempre nei calcoli, infatti, gli elementi attivi dotati di materialità, oltre naturalmente i crediti e la liquidità, mentre atteggiamenti diversi possono essere adottati in relazione ai beni immateriali.

Infatti a seconda che i beni immateriali siano o non siano considerati e del modo, nella prima ipotesi, in cui lo sono, si possono distinguere i seguenti metodi di stima e precisamente:



- stime patrimoniali semplici, che presentano all'attivo solo i beni materiali, oltre ai crediti ed alla liquidità;
- stime patrimoniali complesse, che comprendono la valorizzazione di uno o più beni immateriali (*intangibles*), con procedimenti appropriati allo scopo, come si dirà successivamente.

Progetto	Perizia di stima	pag. 13 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	



#### 4.3.1 Metodo Patrimoniale semplice

La stima patrimoniale semplice esprime il cosiddetto "patrimonio netto tangibile rettificato", designato con il simbolo "K", secondo la formula

$$W = K$$

L'informazione patrimoniale semplice assume normalmente, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio, o comunque il patrimonio netto espresso da una situazione patrimoniale contabile, compreso l'utile dell'esercizio, con esclusione degli importi per i quali è stata o sta per essere operata la distribuzione (dividendi, compensi agli amministratori, ecc.).

Partendo dal patrimonio netto contabile così stabilito, si procede in successione:

- alla revisione contabile degli elementi attivi e passivi;
- a ri-esprimere in termini di valori correnti (di mercato o di stima) gli elementi attivi non monetari (immobilizzazioni tecniche, rimanenze di magazzino, titoli, partecipazioni, ecc.) determinando così una serie di plusvalenze o di minusvalenze;
- eventualmente ad aggiornare il valore dei crediti e di debiti differiti senza interessi, o con interessi non in linea con il mercato.

La revisione contabile può essere (e viene normalmente) omessa quando il bilancio è certificato. In tal caso è dovere dell'esperto prendere visione della relazione dei certificatori osservando e valutando le eventuali eccezioni da questi sollevate.

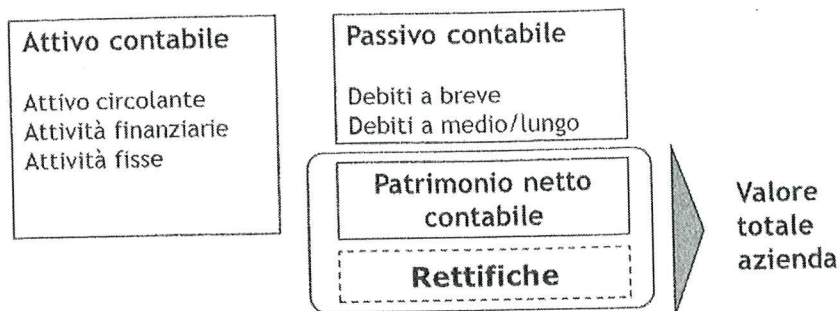
In assenza di certificazione del bilancio gli elementi attivi e passivi del capitale devono essere sottoposti a revisione, al fine di verificare, in generale, la loro corrispondenza a corrette regole contabili, di generale accettazione.

I principali criteri di valutazione utilizzati per ottenere una situazione patrimoniale rettificata possono essere così sintetizzati:

- gli aggregati destinati, o destinabili, alla vendita, escluso il magazzino, vengono valutati in base al loro valore di mercato;
- il magazzino viene valutato al minore tra il costo di acquisto o di produzione più recente ed il costo medio di vendita al netto degli oneri di commercializzazione;
- i beni strumentali sono valutati in base al costo di ricostruzione a nuovo, inteso come il costo necessario per costruire o acquistare gli stessi beni basandosi su tecnologie e materiali correnti, ed in modo tale che essi siano in grado di rimpiazzare quelli attualmente in uso presso l'azienda, mantenendo la medesima capacità produttiva e resa;
- i crediti e debiti sono esposti al valore netto di presunto realizzo od estinzione, tenendo inoltre conto, per i debiti gravati da interessi, del livello dei tassi corrisposti agli enti finanziatori.

Graficamente, la relazione tra patrimonio netto contabile e valore dell'azienda si può rappresentare come di seguito.

Progetto	Perizia di stima	pag. 14 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	



#### 4.3.2 Metodo Patrimoniale complesso

La valutazione con il metodo patrimoniale complesso si pone l'obiettivo di integrare il valore del capitale economico ottenuto con il metodo patrimoniale semplice stimando il plusvalore che i fattori immateriali possono apportare alla Società valutata.

Per la stima del valore dei beni immateriali, si deve preliminarmente individuare se essi possiedono le seguenti caratteristiche:

- il valore dei beni deve essere misurabile;
- i beni devono aver dato origine in passato a costi la cui utilità risulti, almeno in parte, differibile nel tempo;
- il bene immateriale deve essere trasferibile, cioè cedibile a terzi (anche congiuntamente ad altri beni materiali o immateriali).

La dottrina aziendale ha sviluppato criteri alternativi di stima dei beni immateriali: criteri analitici, fondati sull'osservazione e valutazione dei prezzi espressi dal mercato per transazioni aventi per oggetto analoghi beni.

Anche nella pratica aziendale vi sono diversi metodi di valutazione analitica dei beni immateriali (metodi del costo, metodi economici, metodi empirici, ecc.).

L'estrema variabilità nel tempo delle condizioni praticate e la scarsa disponibilità di informazioni rendono tali criteri di non facile applicazione.

Il metodo patrimoniale complesso conduce alla determinazione di un patrimonio netto rettificato che comprende anche i beni immateriali ed è rappresentato dalla formula:

$$W = K + I(1 - r)$$

dove:

- W = valore dell'azienda, posto pari al patrimonio netto rettificato, comprensivo dei beni immateriali;  
 K = patrimonio netto tangibile rettificato al netto dell'incidenza degli oneri fiscali potenziali;  
 I = valore beni immateriali;  
 r = incidenza oneri fiscali potenziali.

#### 4.3.3 Potenzialità e limiti dei metodi patrimoniali

Volendo analizzare nel dettaglio potenzialità e limiti di tali approcci si possono effettuare le seguenti considerazioni.

Progetto	Perizia di stima	pag. 15 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	



### Potenzialità

- possibilità di giungere alla determinazione di un valore economico attraverso un processo relativamente semplice, all'interno del quale l'area di soggettività appare fortemente contenuta. In questo senso la letteratura ha evidenziato come, sebbene la metodologia patrimoniale non possa ritenersi un vero e proprio metodo di valutazione, essa possa condurre a un'informazione complementare utile per la stima finale del valore aziendale [Guatri, 1998];
- possibilità di identificare un valore di ricostruzione dell'impresa in ipotesi di funzionamento. Sulla base di questo approccio il modello in esame produce valori pari alle altre metodologie analizzate precedentemente solo ove la redditività normale ritraibile dall'impresa nel suo complesso sia pari alla sommatoria della redditività ottenuta dai diversi *assets* che costituiscono il patrimonio [Guatri, 1998].

### Limiti e criticità

A fronte di questi elementi positivi possiamo segnalare alcune criticità. In particolare la focalizzazione sugli elementi patrimoniali:

- implica una valutazione dettagliata di tutti gli *assets* dell'impresa con evidenti difficoltà di stima per i beni prodotti internamente o per i quali non esiste un mercato di riferimento [Massari, 1998];
- rende difficile identificare gli *assets* immateriali che non trovano immediata rappresentazione nel bilancio di esercizio;
- rende difficile procedere alla determinazione del valore di quei cespiti che non hanno un utilizzo autonomo ma il cui valore è fortemente dipendente dall'intera combinazione aziendale [Massari, 1998].

Queste caratteristiche rendono le metodologie patrimoniali particolarmente adatte se vi sono:

- dotazioni patrimoniali ingenti caratterizzate da elevata autonomia di valore, come tipicamente nelle imprese immobiliari o nelle holding [Massari, 1998];
- condizioni di ambiente competitivo relativamente stabili e conosciute, tali da fornire agevolmente i parametri utili alla valorizzazione dei beni immateriali [Massari, 1998].

## 4.4 Metodi misti

I metodi misti sono largamente utilizzati nella pratica, in quanto tendono a compendiare gli elementi di certezza e verificabilità tipici del metodo patrimoniale, con la validità concettuale di quelli finanziario o reddituale.

Si tratta nella sostanza di procedimenti riconducibili a valutazioni reddituali, che mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi investiti nell'azienda, o nel ramo d'azienda considerato.

Nel caso in cui l'utilizzo del metodo misto dia luogo ad un risultato superiore rispetto al valore patrimoniale, si evidenzierà un *goodwill*. Nel caso opposto, si parlerà di *badwill*.

Tra i metodi misti si cita in particolare, per la diffusione e l'utilizzo nella prassi valutativa, il metodo patrimoniale con separata valutazione del *goodwill/badwill*.

Progetto	Perizia di stima	pag. 16 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	



#### 4.4.1 Metodo patrimoniale con separata valutazione del goodwill/badwill

Il metodo basato sulla stima autonoma del *goodwill*, detto anche Metodo U.E.C. o metodo patrimoniale con correzione reddituale, tende a determinare il *goodwill* (o il *badwill*), da aggiungere (o sottrarre) al valore patrimoniale, mediante un procedimento di "stima autonoma".

Può essere presentato nelle seguenti principali varianti:

- metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito medio;
- metodo misto con capitalizzazione limitata del reddito di alcuni esercizi. Tale metodo è utilizzabile per le valutazioni di aziende che hanno sviluppato adeguate tecniche di *budgeting*;
- metodo misto con capitalizzazione illimitata del reddito medio.

Di seguito si presenta la formula relativa alla variante con capitalizzazione limitata del reddito di alcuni esercizi, algoritmo di calcolo contenuto nei Principi Italiani di Valutazione relativamente al metodo in esame.

$$W = K + \sum_{T=1}^n \frac{R_T - (i' * K'_T)}{(1 + i'')^T}$$

dove:

W = Valore dell'azienda

K = Patrimonio netto rettificato, determinato con l'applicazione del metodo patrimoniale semplice o complesso

K' = Patrimonio netto rettificato previsto per ciascun anno T del periodo di previsione esplicita; tale valore può essere determinato come PN iniziale (cioè a K'\_{(t-1)}) o come PN medio del periodo T

R = Reddito normalizzato atteso per ciascun anno T dell'orizzonte di previsione esplicita; determinato applicando il procedimento di normalizzazione a ciascuno dei risultati previsti per ogni anno del periodo di previsione esplicita

n = numero di anni del periodo di previsione esplicita, di norma 3-5 anni

i' = tasso d'interesse "normale" rispetto al tipo d'investimento considerato; determinato normalmente con logiche assimilabili a quelle dei metodi basati sui flussi

i'' = tasso di attualizzazione del profitto o sovra reddito e va inteso come il compenso finanziario per il trascorrere del tempo: tale parametro è pertanto indipendente dal rischio specifico "impresa" e si collega a rendimenti finanziari "senza rischio" (tasso di rendimento di titoli di Stato per corrispondenti durate).

Volendo analizzare nel dettaglio potenzialità e limiti di tale approccio si possono effettuare alcune considerazioni di sintesi.

#### Potenzialità

- il metodo basato sull'attualizzazione degli extraredditi (*goodwill/badwill*) consente di apprezzare valore generato o assorbito dall'impresa nei diversi esercizi offrendo un importante indicatore di performance, oltre che un modello per la valutazione dell'azienda [Stewart, 1990; Young, 1997, pp. 330-341];
- l'utilizzo delle rettifiche apportate al Patrimonio Netto ed ai Redditi prospettici consente di migliorare l'informazione economica, riducendo l'impatto di eventuali politiche contabili o di bilancio [Sandri, 2001, pp. 32-52].

Progetto	Perizia di stima	pag. 17 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	

## Limiti e criticità

A fronte di queste potenzialità le modellizzazioni in esame presentano alcuni problemi applicativi. In particolare la letteratura ha evidenziato che:

- vi sono alcuni problemi applicativi nella determinazione del costo del capitale, che secondo la dottrina anglosassone deve essere calcolato utilizzando come riferimento i valori di mercato. A questo punto si crea una disomogeneità di trattamento, dato che il costo del capitale è determinato a valori di mercato mentre il capitale investito rimane calcolato a valori contabili anche se rettificati [Bacidore, Boquist, Milbour, Thakor, 1997];
- si possono riscontrare difficoltà nella stima del costo del capitale di rischio in particolare per le piccole e medie imprese.

Queste caratteristiche rendono la metodologia in esame particolarmente adatta ove vi sono:

- capitale investito elevato;
- tassi di sviluppo elevati; In questo senso diventano particolarmente importanti le metodologie sintetiche a uno o due stadi di crescita, quelle miste e quelle analitiche [Stewart, 1990; Massari, 1998];
- contenuta ciclicità con andamento regolare nella formazione degli extra-redditi [Stewart, 1990; Massari, 1998].

## 4.5 Metodi basati sui multipli

Nella stima del valore di un'azienda si ricorre sovente all'utilizzo di metodi empirici, in cui la stima del valore del capitale economico viene quantificata sulla base del confronto rispetto al valore di "attività" simili oggetti di negoziazione sul mercato.

Nell'ambito dei suddetti metodi empirici, uno dei metodi più utilizzati è il metodo dei multipli di mercato mediante il quale il valore dell'azienda oggetto di valutazione viene stimato ricorrendo a multipli, riferiti alle principali grandezze aziendali (i.e. utile netto, Ebit, Ebitda) espresse dal mercato con riferimento a Società con analoghe caratteristiche settoriali.

Il sempre più frequente ricorso al metodo dei multipli trova giustificazione nella possibilità di calcolare con immediatezza un valore di transazione connesso al bene oggetto di valutazione.

Tuttavia il metodo dei multipli fornisce un'indicazione estremamente sintetica della realtà analizzata, proprio perché attribuisce un valore unitario al bene oggetto di valutazione, prescindendo dai singoli, diversi e complessi elementi che lo compongono. Pertanto il carattere empirico del metodo porta ad una valutazione concisa ed immediata dell'azienda, distinguendosi da altri metodi quale quello reddituale e il DCF per un minor approfondimento e per l'utilizzo di componenti più sintetiche.

Per questa ragione i multipli sono spesso utilizzati come metodo di controllo dei risultati ottenuti con altri metodi, piuttosto che come metodo principale.

I principali multipli utilizzati ai fini della valutazione di stima possono essere classificati all'interno delle seguenti macrocategorie:

- Multipli *Asset Side* (multipli dell'attivo);
- Multipli *Equity Side* (multipli del capitale).

Progetto	Perizia di stima	pag. 18 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	



I primi sono multipli determinati dal rapporto fra il valore di mercato dell'attivo dell'impresa (c.d. "Enterprise Value" - EV) e configurazioni differenti del risultato economico; principalmente l'utile, l'Ebit, l'Ebitda, ecc..

I secondi pongono al numeratore il prezzo del titolo azionario ed al denominatore l'utile netto.

Tra i metodi più utilizzati si possono citare:

- per i multipli *Asset Side*, "Enterprise Value/Utile", "Enterprise Value/Ebit", "Enterprise Value/Ebitda".
- per i multipli *Equity Side*, il "Price/Earnig" (P/E), il "Price/Cash Flow" ed il "Price/Sales".

## Potenzialità

La metodologia in esame:

- consente di giungere alla determinazione di un valore economico attraverso un processo relativamente semplice, all'interno del quale l'area di soggettività appare fortemente contenuta, essendo richiesto un numero limitato di ipotesi;
- consente di procedere alla determinazione del valore economico in modo molto veloce, permettendo quindi anche applicazioni frequenti e poco costose del calcolo;
- consente di giungere ad un valore in modo intuitivo, facile da comprendere, spiegare e presentare anche a non addetti ai lavori;
- consente di recepire le effettive condizioni del mercato in un determinato momento [Massari, 1998; Damodaran, 2001; Santini, 2007], riflettendo in questo modo sui prezzi le specifiche condizioni di rischiosità e performance percepite dal mercato su titoli di un certo comparto.



## Limiti e criticità

A fronte di questi elementi positivi possiamo segnalare alcune criticità. In particolare, senza voler entrare nel dettaglio dei punti di forza e di debolezza delle singole misure, la focalizzazione su misure comparabili:

- non considera variabili quali livello di rischio, tassi di crescita e flussi reddituali e di cassa potenziali se non in modo implicito e quindi difficilmente comprensibile;
- in presenza di situazioni di forte speculazione su titoli di un determinato comparto o di mercati poco trasparenti e efficienti (come anche quello italiano), comporta rischi di sovra/sottostima in quanto fortemente legata agli andamenti della Borsa [Guatri, Bini, 2002];
- comporta che la stima effettuata sia particolarmente soggetta a manipolazioni per mancanza di trasparenza sulle ipotesi sottostanti, relative a passaggi fondamentali nell'applicazione del metodo (scelta del multiplo, definizione del tipo di grandezze da utilizzare per il calcolo del multiplo stesso, individuazione delle imprese comparabili, eventuale normalizzazione dei dati, ...) [Cotta Ramusino, Rinaldi, 2003].

Queste caratteristiche rendono la metodologia in esame particolarmente adatta solo in presenza di:

- consistenti basi informative, tali da garantire una serie statistica significativa di imprese comparabili [Damodaran, 2001];

Progetto	Perizia di stima	pag. 19 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	

- scarsa varianza dei valori dei multipli rilevati, che dovrebbe richiamare quindi una sufficiente omogeneità delle aziende comprese nel campione;
- condizioni di ambiente competitivo e finanziario relativamente stabili e conosciute, tali da fornire agevolmente i parametri utili alla definizione del multiplo [Massari, 1998].

## 5. Scelta del metodo per la stima del valore economico di Friulab



La scelta della metodologia di valutazione è stata effettuata considerando:

- a) le finalità dell'incarico;
- b) le caratteristiche della Società e del settore in cui opera;
- c) le informazioni disponibili.

La finalità generale dell'incarico, diffusamente descritta e rappresentata nelle pagine che precedono, è quella di determinare il valore corrente teorico di Friulab, in ottica di acquisizione della quota di partecipazione di minoranza detenuta dalla società Acquedotto Poiana S.p.A. ai fini della successiva fusione per incorporazione di Friulab in CAFC S.p.A.

La individuazione del metodo di valutazione più adeguato tra i numerosi esistenti (come poco sopra descritti) ci induce a valutare i seguenti:

- Criteri che considerano il valore dell'azienda come espressione del valore monetario dei beni da essa posseduti (criteri patrimoniali);
- Criteri che considerano l'azienda quale generatrice di redditi, e come tale considerano il suo valore come la capacità futura di continuare o meno a generare tali utili (criteri reddituali);
- Criteri che considerano l'azienda alla stregua di un investimento e pertanto ne riconoscono il valore nei flussi monetari che essa potrà generare in futuro (criteri finanziari).
- Criteri cosiddetti "di mercato" con particolare riferimento al metodo dei Multipli di mercato


Risulta di fondamentale importanza la scelta del criterio e, nell'ambito di esso, del metodo più opportuno, avendo tra l'altro riguardo a:

- 1) le "storie valutative" dell'azienda in oggetto, in termini di coerenza, congruità, conservazione di valori generati ed "acquisiti" per operazioni straordinarie precedenti (almeno nel recente passato);
- 2) la struttura del business aziendale e la prevedibile evoluzione dello stesso nel medio termine;
- 3) la configurazione economico-patrimoniale tipica della società oggetto di valutazione;
- 4) i dati e le informazioni disponibili;
- 5) la tipologia delle operazioni straordinarie da realizzare.

Come già indicato nella presente relazione esistono alcune specificità della presente perizia che ci inducono ad utilizzare il Metodo patrimoniale semplice che di seguito sintetizziamo:

Progetto	Perizia di stima	pag. 20 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	



- 
- 1) Il saggio di rendimento di capitale obiettivo dalla società è modesto e comunque in linea con il rendimento atteso dal mercato per investimenti di pari rischio (molto basso nello specifico visto il modello di business della società che è quasi interamente al servizio di società pubbliche con attività stabili in termini di volumi e di tariffe amministrative). Negli esercizi 2020 e 2021 la redditività è risultata in incremento, ma nel 2022 le previsioni originarie ed i forecast aziendali prevedono un sostanziale pareggio di bilancio.
  - 2) Si ritiene ragionevole ipotizzare una prospettiva "stand alone" per Friulab visto che la stessa annovera già fra i suoi clienti le principali società regionali del settore idrico (ad esclusione del gruppo Hera) e pertanto, viste anche le limitazioni ad operare con soggetti privati, dovrebbe conservare anche in futuro una stabilità nei risultati economici e finanziari e quindi un saggio di rendimento del capitale modesto e legato al basso rischio anche prospettico.
  - 3) Non si ritiene esistano i presupposti per l'utilizzo di un metodo valutativo patrimoniale complesso in quanto non esistono beni immateriali significativi e beni intangibili non rappresentati in bilancio e meritevoli di autonoma stima.

Alla luce di quanto sopra esposto, al fine della presente valutazione è stato individuato quale metodo più adatto **il metodo patrimoniale semplice**.

## 6. La valutazione di Friulab

Per l'applicazione del metodo individuato si è ritenuto di effettuare alcune assunzioni valutative di base relativamente agli *assets* oggetto di valutazione.

Tali scelte riguardano, in particolare:

- (a) Immobilizzazioni materiali e immateriali: il valore netto contabile dei singoli beni materiali ed immateriali, così come risultanti dal libro dei beni ammortizzabili e dalla situazione patrimoniale al 30.09.2022, risulta rappresentativo del relativo valore corrente;
- (b) Crediti: il valore netto contabile dei crediti evidenziato nella situazione patrimoniale al 30.09.2022, comprensivo del fondo svalutazione iscritto al fine di adeguare il valore nominale dei crediti stessi al loro presunto valore di realizzo, rappresentativo del relativo valore corrente;
- (c) Disponibilità liquide: il valore nominale delle disponibilità liquide iscritte al 30.09.2022 viene considerato rappresentativo del relativo valore corrente;
- (d) TFR e Debiti: il valore nominale del Trattamento di Fine Rapporto e dei debiti iscritti nella situazione patrimoniale al 30.09.2022 viene considerato rappresentativo del relativo valore corrente;
- (e) Ratei e risconti, attivi e passivi: il valore dei ratei e risconti, attivi e passivi iscritti al 30.09.2022 viene considerato rappresentativo del relativo valore corrente.

### 6.1 Stima del valore di FRIULAB

Il processo di stima del valore economico di Friulab secondo il metodo patrimoniale semplice adottato, tenuto conto delle assunzioni valutative sopra indicate, porta ad evidenziare che non ci

Progetto	Perizia di stima	pag. 21 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	

sono rettifiche da apportare al patrimonio netto contabile di Friulab al 30.09.2022, che risulta quindi rappresentativo del valore economico della società oggetto di valutazione, pari a 1.876 migliaia di Euro.

## 7. Sintesi e conclusioni

Sulla base delle considerazioni, elaborazioni e valutazioni condotte, il valore economico teorico di Friulab S.r.l. è stimato in misura pari a complessivi

**1.876 (milleottocentosettantasei) migliaia di Euro**

Udine, 30 gennaio 2023

Dott. Raffaele Larice



Progetto	Perizia di stima	pag. 22 di 22
Contenuto	Stima del valore economico della società Friulab S.r.l.	





UFFICIO DEL GIUDICE DI PACE DI UDINE

RG 485

VERBALE DI GIURAMENTO DI PERIZIA

Oggi 31.01.2023, avanti al sottoscritto Funzionario Giudiziario dell'Ufficio del Giudice di Pace di Udine, è personalmente comparso il perito dott. LARICE Raffaele, nato a Tolmezzo (UD) il 04.02.1963, residente in Udine, via Aquileia n. 94, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Udine al n. A356, con Studio in Udine, via Poscolle 11/A, identificato tramite carta d'identità elettronica n° CA03361HI, rilasciata dal Comune di Udine il 06.10.2020, il quale chiede di asseverare con giuramento l'unità perizia, composta da n. 11 fogli per complessive n. 22 facciate scritte, redatta in data 30.01.2023 per conto della società CAFC S.p.A., avente ad oggetto "Perizia di stima del valore economico della società Friulab S.r.l.".

Il Funzionario Giudiziario invita il perito al giuramento di rito:

**"GIURO DI AVER BENE E FEDELMENTE ADEMPIUTO ALLE FUNZIONI AFFIDATEMI, AL SOLO SCOPO DI FARE CONOSCERE LA VERITA'".**

Il Perito

Il Funzionario Giudiziario

