

---

**PERIZIA DI STIMA DEL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE  
SOCIALE DI APPIA SVILUPPO S.R.L. DETENUTA DA ISTITUTO  
ZOOPROFILATTICO SPERIMENTALE DEL LAZIO E DELLA  
TOSCANA M. ALEANDRI  
ALLA DATA DEL 31 MARZO 2026**

---

DOTT. ALESSANDRO SPERANZA

## INDICE

1.	CONFERIMENTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA .....	3
2.	IPOTESI E LIMITAZIONI.....	4
3.	BREVE DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ .....	6
3.1	ANALISI STORICA E SITUAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA DI APPIA SVILUPPO S.R.L. ....	7
3.1.1	ANALISI STORICA.....	7
3.1.2	SITUAZIONE PATRIMONIALE DI APPIA SVILUPPO S.R.L. E IL BUSINESS PLAN FORNITO DALLA SOCIETÀ .....	8
3.2	IL BUSINESS PLAN 2026 – 2031 DI APPIA SVILUPPO S.R.L.....	10
3.2.1	CRITERI DI FORMAZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO 2026-2031 .....	10
3.2.2	CONTO ECONOMICO PER IL PERIODO 2026-2031 .....	11
4.	LE METODOLOGIE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE .....	12
4.2	I metodi di valutazione del capitale economico.....	12
4.2.1	I metodi diretti.....	13
4.2.1.1	I metodi diretti in senso stretto.....	14
4.2.1.2	I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici.....	15
4.2.2	I metodi indiretti .....	16
4.2.2.1	I metodi basati su grandezze flusso.....	16
4.2.2.1.1	I metodi reddituali .....	16
4.2.2.1.2	I metodi finanziari.....	20
4.2.2.2	I metodi basati su grandezze <i>stock</i> .....	21
4.2.2.2.1	Il metodo patrimoniale semplice (o puro).....	21
4.2.2.2.2	I metodi patrimoniali complessi .....	22
4.2.2.3	I metodi basati su grandezze flusso- <i>stock</i> .....	24
5.	LA SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA .....	26
5.1	La metodologia valutativa utilizzata .....	26
5.2	La stima del valore economico di Appia Sviluppo con il metodo <i>Discounted Cash Flow</i> fondato sui flussi <i>levered</i> .....	28
5.3	Il tasso di attualizzazione .....	28
5.4	La determinazione dei flussi finanziari attesi <i>levered</i> .....	31
5.5	La stima della <i>perpetuity</i> ( <i>terminal value</i> ).....	32
5.6	Il valore economico di Appia Sviluppo S.r.l.....	33
6.	CONCLUSIONI .....	34

## 1. CONFERIMENTO DELL'INCARICO E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA

Lo scrivente Dott. Alessandro Speranza, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma e nel Registro dei Revisori Legali, con studio in Roma, Via Lima 31, ha ricevuto da Appia Sviluppo S.r.l. (di seguito anche solo "Appia Sviluppo" o la "partecipata" o la "controllata" o la "Società"), con sede in Roma, in via Appia Nuova 1411 C.F. e P.I. 15541051007 alla data del 31 marzo 2026, l'incarico di stimare il valore economico del capitale della Società, detenuto da Istituto Zooprofilattico Sperimentale del Lazio e della Toscana M. Aleandri (nel seguito anche solo "Istituto", con sede legale in Roma (RM), Via Appia Nuova n. 1411, C.F. 00422420588 e P.I. 00887091007, Ente sanitario di diritto pubblico.

\*\*\*\*

In tale contesto, come già evidenziato, è stato richiesto allo scrivente di stimare il valore economico della partecipata sulla base dei dati e delle informazioni fornite dal *management* della Società., tra cui in particolare il *Business Plan* per il periodo 2026 – 2031.

La data di riferimento della perizia è il 31.03.2026.

Ciò premesso, nel prosieguo, dopo l'enunciazione delle ipotesi e delle limitazioni sottostanti all'attività svolta, si procederà ai seguenti adempimenti:

- breve descrizione della partecipata;
- breve analisi dell'andamento dei dati storici di Appia Sviluppo S.r.l.;
- all'analisi del *business plan* della partecipata per il periodo 2026 – 2031;
- analisi dei metodi valutativi delle partecipazioni;
- scelta della metodologia valutativa;
- stima del valore economico della partecipazione;
- conclusioni.

\* \* \*

I principali documenti esaminati ai fini dell'espletamento dell'incarico sono:

- Situazione economico patrimoniale al 31.03.2026;
- Visura camerale della Società;
- Piano Economico Finanziario di Appia Sviluppo per gli anni 2026-2031;
- *management letter*;
- Ogni altro documento utile all'espletamento dell'incarico e partitamente indicato nel corpo della presente perizia.

## 2. IPOTESI E LIMITAZIONI

La presente perizia di stima deve essere analizzata e considerata alla luce delle seguenti ipotesi di lavoro e limitazioni:

- 1) tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della presente relazione sono state fornite dalla Società;
- 2) resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- 3) lo scrivente non ha effettuato alcuna forma di revisione relativamente alla documentazione di natura contabile ed extracontabile, in quanto esula dal presente incarico; pertanto, lo scrivente ha assunto la correttezza, la completezza ed attualità e la veridicità dei dati forniti, senza conduzione di verifiche autonome, quali, a titolo esemplificativo e non esaustivo:
  - la revisione dei dati contabili;
  - la conduzione di una *independent business review* sulle prospettive economiche e finanziarie della Società.

Pertanto, lo scrivente non assume alcuna responsabilità in ordine agli effetti che potrebbero prodursi sulla stima a causa di eventuali errori od omissioni nei dati contabili e negli altri documenti ed informazioni ricevute;

4) le stime effettuate sono state formulate alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e, pertanto, non tengono conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibili (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.);

5) ai fini dell'espletamento dell'incarico, le previsioni aziendali, costituite dal *business plan* 2026-2031 sono state assunte «tal quali». Esula, infatti, dal compito affidato (anche per ovvia mancanza della visione strategica all'uopo necessaria, che è prerogativa dell'imprenditore) l'elaborazione di scenari previsivi alternativi a quello prefigurato mediante detto documento dal *management* aziendale, salvo tener conto di quanto indicato dallo stesso *management* nell'ambito della *management letter*.

Pertanto, la realizzazione del *business plan* 2026-2031 è stata assunta quale elemento presupposto alla base delle conclusioni della presente perizia di stima.

- 6) la presente perizia non ha la finalità di esprimersi, e non si esprime, sulle motivazioni economiche o strategiche alla base dell'operazione;
- 7) le conclusioni esposte nel presente documento sono basate sul complesso delle valutazioni in esso contenute; pertanto, nessuna parte dello stesso potrà essere utilizzato disgiuntamente rispetto alla perizia nella sua interezza.

### **3. BREVE DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ**

Appia Sviluppo S.r.l. è una società con sede in Roma, Via Appia Nuova 1411, C.F. e P.I. 15541051007, Rea Rm-1598253 ed è stata costituita in data 20 dicembre 2019. La Società ha ad oggetto “- *l'impianto e l'esercizio dell'attività industriale per la ricerca e lo sfruttamento in miniere e l'utilizzazione del prodotto di esse sotto qualsiasi forma, la captazione, l'imbottigliamento, la distribuzione, la raccolta, la conduzione, l'impiego e la protezione igienica d'acque minerali, la gestione sotto qualsiasi forma di tutte le attività industriali e commerciali dipendenti o connesse allo sfruttamento di sorgenti idrotermali minerali, sia in Italia che all'estero; - la costruzione e la gestione dei relativi stabilimenti e impianti o ampliamenti, trasformazione e riattivazione di quelli esistenti; - la somministrazione al pubblico di alimenti e bevande, compresa la gestione di punti di ristoro, bar, ristoranti, pub, trattorie, tavole calde, sale da The e simili all'interno degli impianti e dei luoghi in cui la Società svolge la sua attività principale; - svolgere l'attività di servizi nei settori sopra indicati compresi quelli commerciali e tecnici. La Società potrà, inoltre, compiere in misura non prevalente rispetto alle operazioni sopra citate, qualsiasi operazione mobiliare, immobiliare, commerciale, di credito, locativa, ipotecaria, utile o necessaria per il conseguimento dello scopo sociale; potrà assumere interessenze e partecipazioni sotto qualsiasi forma, in altre imprese o società od enti aventi oggetto analogo o affine o comunque connesso al proprio, al solo fine del conseguimento dell'oggetto sociale ed in relazione e strumentalmente allo stesso, nel pieno rispetto della normativa vigente. La Società potrà, infine, contrarre mutui ipotecari e finanziamenti in genere, al solo fine del conseguimento dell'oggetto sociale ed in relazione e strumentalmente allo stesso, nel pieno rispetto del decreto legislativo 385/1993 e di tutte le altre norme vigenti in materia*”.

Il capitale sociale, pari a euro 10.000, è interamente detenuto da Istituto Zooprofilattico Sperimentale del Lazio e della Toscana M. Aleandri.

La gestione della Società è affidata ad un Amministratore Unico nella persona del Dott. Stefano Palomba.

La revisione legale dei conti dal 30 marzo 2026 è affidata alla Dott.ssa Viviana Leone.

La Società opera in forza della concessione mineraria di acqua minerale denominata “Acqua Minerale Appia” rilasciata<sup>1</sup> dal Comune di Roma ai sensi della legge regionale 90/80 in data 19 novembre 2020 per la durata di 20 anni.

L’area della concessione, ha un’estensione di ha 141.52.19 (ettari centoquarantuno, are cinquantadue, centiare diciannove) – Fogli catastali 983 -981 – 989 – 988 – 990 N.C.T. di Roma.

La concessione prevede, inoltre, nelle more della presentazione definitiva del progetto di ristrutturazione dell’immobile destinato ad ospitare l’impianto di imbottigliamento e nelle more dell’acquisizione delle autorizzazioni necessarie alla sua realizzazione, l’autorizzazione al proseguimento dell’attività di erogazione alle cannelle, nel rispetto della normativa sanitaria di riferimento. Sul punto si precisa, che la Società non ha effettuato i lavori per la realizzazione dell’impianto in parola e prosegue l’attività di erogazione alle cannelle.

### 3.1 ANALISI STORICA E SITUAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA DI APPIA SVILUPPO S.R.L.

#### 3.1.1 ANALISI STORICA

Come detto, la Società è stata costituita in data 20 dicembre 2019.

Si riportano di seguito i conti economici relativi agli esercizi 2024 e 2025:

Conto economico	31/12/2024	31/12/2025
<b>A. Valore della Produzione</b>	<b>148.863</b>	<b>270.452</b>
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	128.215	270.452
Variazione delle Rimanenze		
Altri ricavi	20.648	
<b>B. Costi della Produzione</b>	<b>(349.213)</b>	<b>(258.756)</b>
per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	(6.924)	(19.375)

<sup>1</sup> La concessione è rilasciata alla Società Appia Sviluppo S.r.l con le seguenti prescrizioni:

1. vigilare costantemente sulla qualità delle acque;
2. aggiornare, entro un anno dal rilascio del titolo concessorio, i dati relativi al pozzo, producendo un nuovo studio geologico e idrogeologico, comprensivo di prove di portata e dell’individuazione delle zone di protezione igienico sanitaria e ambientale;
3. rispetto della portata emungibile massima pari a 8 litri al secondo; tale portata, potrà essere variata solo successivamente all’esito della consegna e valutazione degli studi geologici e idrogeologici condotti sull’area;
4. rispetto dell’impegno assunto in fase di presentazione dell’offerta, di assorbire la totalità dei dipendenti della Cooperativa Appia Sorgente in LCA, entro il 26 novembre 2020, in quanto in tale data risulta fissata la risoluzione del rapporto di lavoro con i dipendenti della Cooperativa Appia Sorgente in LCA, per cessazione di attività, così come comunicato dal commissario liquidatore rag. Daniela Del Pio;

Per servizi	(114.325)	(15.730)
per godimento di beni di terzi	(19.070)	(3.591)
per il personale	(178.856)	(193.176)
oneri diversi di gestione	(30.038)	(26.884)
<b>EBITDA</b>	<b>(200.350)</b>	<b>11.696</b>
ammortamento e svalutazioni	(255)	
Accantonamenti per Rischi		
<b>EBIT</b>	<b>(200.605)</b>	<b>11.696</b>
C. Proventi e oneri finanziari	(22.271)	(440)
E Proventi e oneri straordinari		
<b>Risultato Lordo</b>	<b>(222.876)</b>	<b>11.256</b>
- Imposte sul reddito	134.642	(4.658)
<b>Risultato Netto</b>	<b>(88.234)</b>	<b>6.598</b>

Nel periodo analizzato emerge un netto miglioramento della performance economico-finanziaria della Società tra il 2024 e il 2025. In particolare, i ricavi mostrano una crescita estremamente significativa, passando da 128.215 a 270.452, evidenziando un forte sviluppo dell'attività operativa. Parallelamente, si osserva una rilevante riduzione dei costi della produzione, che diminuiscono da 349.213 a 258.756, con un contributo determinante derivante dalla contrazione dei costi per servizi e per il godimento di beni di terzi. Tale dinamica ha consentito il passaggio da un EBITDA fortemente negativo nel 2024 (-200.350) a un valore positivo nel 2025 (11.696), segnando un chiaro turnaround operativo. Analogo andamento si riscontra a livello di EBIT, che torna in territorio positivo dopo la perdita registrata nell'esercizio precedente.

### 3.1.2 SITUAZIONE PATRIMONIALE DI APPIA SVILUPPO S.R.L. E IL BUSINESS PLAN FORNITO DALLA SOCIETÀ

La partecipata al 31.03.2026 presenta la seguente situazione patrimoniale:

**Tabella 1: Situazione patrimoniale Appia Sviluppo**

STATO PATRIMONIALE	31/03/2026
<b>ATTIVO</b>	
<b>CREDITI VS SOCI PER VERS ANCORA DOVUTI</b>	
Crediti vs soci per vers. ancora dovuti	
<b>IMMOBILIZZAZIONI</b>	
Immobilizzazioni immateriali	257
Immobilizzazioni materiali	
Immobilizzazioni finanziarie	250.000
<b>Totale Immobilizzazioni</b>	<b>250.257</b>
<b>ATTIVO CIRCOLANTE</b>	
Rimanenze	
Crediti	57

Imposte anticipate	130.944
Attività fin.rie che non costituiscono imm.ni	
Disponibilità liquide	18.651
<b>Totale AC</b>	<b>149.652</b>
<b>RATEI E RISCONTI ATTIVI</b>	
<b>TOTALE ATTIVO</b>	<b>399.909</b>
<b>PASSIVO</b>	
<b>PATRIMONIO NETTO</b>	<b>101.532</b>
<b>FONDI PER RISCHI E ONERI</b>	
<b>TFR</b>	<b>16.325</b>
<b>DEBITI</b>	<b>282.052</b>
<b>RATEI E RISCONTI PASSIVI</b>	
<b>TOTALE PASSIVO</b>	<b>399.909</b>

## 3.2 IL BUSINESS PLAN 2026 – 2031 DI APPIA SVILUPPO S.R.L.

### 3.2.1 CRITERI DI FORMAZIONE DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO 2026-2031

Si riporta di seguito il Piano economico fornito dalla Società

**Tabella 2: Piano economico di Appia Sviluppo S.r.l.**

Appia Sviluppo Srl	31/12/2025	I anno (31/12/2026)	II anno (31/12/2027)	III anno (31/12/2028)	IV anno (31/12/2029)	V anno (31/12/2030)	VI anno (31/12/2031)
<b>A) VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	<b>270.452</b>	<b>271.603</b>	<b>166.968</b>	<b>192.562</b>	<b>201.775</b>	<b>211.542</b>	<b>211.542</b>
Ricavi vendite e prestazioni	115.183	116.335	127.968	153.562	162.775	172.542	172.542
<i>Ricavi</i>	115.183	116.335	127.968	153.562	162.775	172.542	172.542
<i>Affitto ramo</i>	-	-	-	-	-	-	-
Altri ricavi	155.269	155.269	39.000	39.000	39.000	39.000	39.000
<b>B) COSTI DI ESERCIZIO</b>	<b>254.440</b>	<b>214.396</b>	<b>172.946</b>	<b>174.001</b>	<b>175.076</b>	<b>176.170</b>	<b>177.284</b>
Variazione magazzino	-	-	-	-	-	-	-
Acquisto materie prime	19.375	19.763	20.158	20.561	20.973	21.392	21.820
Canone colonnine in comodato d'uso	-	-	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Prestazioni di servizi	15.730	16.045	16.366	16.693	17.027	17.368	17.715
Godimento di beni di terzi	3.591	3.626	3.663	3.699	3.736	3.774	3.811
Personale	197.097	156.035	98.548	98.548	98.548	98.548	98.548
Oneri diversi di gestione	18.647	18.927	19.211	19.499	19.791	20.088	20.389
<b>C) MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)</b>	<b>16.011</b>	<b>57.207</b>	<b>(5.978)</b>	<b>18.561</b>	<b>26.700</b>	<b>35.372</b>	<b>34.258</b>
<i>Ebitda%</i>	5,9%	21,1%	-3,6%	9,6%	13,2%	16,7%	16,2%
<b>D) Ammortamenti e svalutazioni</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Ammortamenti e svalutazioni	0	0	0	0	0	0	0
<i>Immateriali</i>	-	-	-	-	-	-	-
<i>Materiali</i>	-	-	-	-	-	-	-
Accantonamenti	0	0	0	0	0	0	0
<b>E) RISULTATO OPERATIVO</b>	<b>16.011</b>	<b>57.207</b>	<b>(5.978)</b>	<b>18.561</b>	<b>26.700</b>	<b>35.372</b>	<b>34.258</b>
<i>Ebit%</i>	5,9%	21,1%	-3,6%	9,6%	13,2%	16,7%	16,2%
<b>F) ONERI FINANZIARI NETTI</b>	<b>(440)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Proventi Finanziari	-	-	-	-	-	-	-
Oneri Finanziari	440	0	0	0	0	0	0
<b>H) ONERI STRAORDINARI NETTI</b>	<b>(4.316)</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Proventi Straordinari	-	-	-	-	-	-	-
Oneri Straordinari	4.316	0	0	0	0	0	0
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	<b>11.256</b>	<b>57.207</b>	<b>(5.978)</b>	<b>18.561</b>	<b>26.700</b>	<b>35.372</b>	<b>34.258</b>
Imposte anticipate	-	-	-	-	-	-	-
Imposte sul reddito dell'esercizio	4.658	15.446	-	5.011	7.209	9.550	9.250
<b>RISULTATO DI PERIODO</b>	<b>6.598</b>	<b>41.761</b>	<b>(5.978)</b>	<b>13.549</b>	<b>19.491</b>	<b>25.822</b>	<b>25.008</b>
<i>Ebt%</i>	2,4%	15,4%	-3,6%	7,0%	9,7%	12,2%	11,8%

Il Piano Economico di Appia Sviluppo è stato sviluppato dalla Società adottando le seguenti *assumptions*:

- per quanto attiene ai ricavi:
  - o per l'esercizio 2026 gli stessi sono stimati sulla scorta dello storico al 31 dicembre 2025;
  - o per l'esercizio 2027 è previsto un incremento del 10% a seguito di automatizzazione della erogazione delle cannelle in corso d'anno;
  - o nell'esercizio 2028 è previsto un incremento del 20% per automatizzazione;

- per gli anni successivi e sino al 2030 è previsto un incremento pari al 6%;
- per quanto attiene agli “altri ricavi”: nel 2025 e 2026 sono previsti sulla scorta degli accordi con l’Istituto; a partire dal 2027 ridotti alla sola distribuzione acqua all’Istituto;
- è previsto un canone di locazione per l’installazione delle colonnine per distribuzione automatizzata pari a euro 15.000 mila annui;
- in considerazione della automazione del processo di distribuzione è prevista una riduzione dei dipendenti da 4,5 unità a 2,5
- per gli altri costi sono previsti incrementi inerziali compresi tra 1% e 2% rispetto al dato consuntivo al 31 dicembre 2025.

Il Piano fornito non prevede lo sviluppo di uno stato patrimoniale e di un rendiconto finanziario prospettico. In ogni caso, tenuto conto della tipologia di *business* e delle assunzioni di conto economico, nel caso di specie l’utile netto è pari ai *Cash Flow to Equity*

### 3.2.2 CONTO ECONOMICO PER IL PERIODO 2026-2031

Si riporta di seguito il conto economico previsionale di Appia Sviluppo per gli anni 2026-2031:

**Tabella 3: Piano economico di Appia Sviluppo S.r.l.**

Appia Sviluppo Srl	31/12/2025	I anno (31/12/2026)	II anno (31/12/2027)	III anno (31/12/2028)	IV anno (31/12/2029)	V anno (31/12/2030)	VI anno (31/12/2031)
<b>A) VALORE DELLA PRODUZIONE</b>	270.452	271.603	166.968	192.562	201.775	211.542	211.542
Ricavi vendite e prestazioni	115.183	116.335	127.968	153.562	162.775	172.542	172.542
<i>Ricavi</i>	115.183	116.335	127.968	153.562	162.775	172.542	172.542
<i>Affitto ramo</i>	-	-	-	-	-	-	-
Altri ricavi	155.269	155.269	39.000	39.000	39.000	39.000	39.000
<b>B) COSTI DI ESERCIZIO</b>	254.440	214.396	172.946	174.001	175.076	176.170	177.284
Variazione magazzino	-	-	-	-	-	-	-
Acquisto materie prime	19.375	19.763	20.158	20.561	20.973	21.392	21.820
Canone colonnine in comodato d'uso	-	-	15.000	15.000	15.000	15.000	15.000
Prestazioni di servizi	15.730	16.045	16.366	16.693	17.027	17.368	17.715
Godimento di beni di terzi	3.591	3.626	3.663	3.699	3.736	3.774	3.811
Personale	197.097	156.035	98.548	98.548	98.548	98.548	98.548
Oneri diversi di gestione	18.647	18.927	19.211	19.499	19.791	20.088	20.389
<b>C) MARGINE OPERATIVO LORDO (EBITDA)</b>	16.011	57.207	(5.978)	18.561	26.700	35.372	34.258
<i>Ebitda%</i>	5,9%	21,1%	-3,6%	9,6%	13,2%	16,7%	16,2%
<b>D) Ammortamenti e svalutazioni</b>	0	0	0	0	0	0	0
Ammortamenti e svalutazioni	0	0	0	0	0	0	0
<i>Immateriali</i>							
<i>Materiali</i>		0	0	0	0	0	0
Accantonamenti		0	0	0	0	0	0

<b>E) RISULTATO OPERATIVO</b>	16.011	57.207	(5.978)	18.561	26.700	35.372	34.258
<i>Ebit%</i>	5,9%	21,1%	-3,6%	9,6%	13,2%	16,7%	16,2%
<b>F) ONERI FINANZIARI NETTI</b>	(440)	0	0	0	0	0	0
Proventi Finanziari	-	-	-	-	-	-	-
Oneri Finanziari	440	0	0	0	0	0	0
<b>H) ONERI STRAORDINARI NETTI</b>	(4.316)	0	0	0	0	0	0
Proventi Straordinari	-	-	-	-	-	-	-
Oneri Straordinari	4.316	-	-	-	-	-	-
<b>RISULTATO PRIMA DELLE IMPOSTE</b>	11.256	57.207	(5.978)	18.561	26.700	35.372	34.258
Imposte anticipate	-	-	-	-	-	-	-
Imposte sul reddito dell'esercizio	4.658	15.446	-	5.011	7.209	9.550	9.250
<b>RISULTATO DI PERIODO</b>	6.598	41.761	(5.978)	13.549	19.491	25.822	25.008
<i>Ebit%</i>	2,4%	15,4%	-3,6%	7,0%	9,7%	12,2%	11,8%

#### 4. LE METODOLOGIE DI STIMA DEL CAPITALE ECONOMICO DELLE AZIENDE

##### 4.1 La nozione di capitale economico

Il capitale d'impresa è, come noto, una quantità astratta variamente configurabile nel suo valore in funzione delle finalità della stima e delle ipotesi e congetture assunte a fondamento del processo estimativo.

Tra le diverse configurazioni di capitale figura il capitale di trasferimento – l'unica che rileva ai fini della presente relazione - ossia quella configurazione del capitale d'impresa stimata ai fini del “trasferimento” del complesso aziendale. Tale nozione di capitale può essere, a sua volta, variamente articolata in relazione alla posizione assunta dal soggetto valutatore di fronte al processo estimativo. In particolare, si possono distinguere tre ottiche valutative: quella del soggetto acquirente (“valore strategico” nell'ottica dell'acquirente), quella del soggetto venditore (“valore strategico” nell'ottica del venditore) e quella del perito indipendente (“valore economico” del capitale e, cioè, il capitale stimato nell'ottica del perito indipendente).

È, pertanto, solo in relazione alla posizione valutativa del perito indipendente che la configurazione di capitale di trasferimento può definirsi “capitale economico”.

##### 4.2 I metodi di valutazione del capitale economico

Il valore economico di un'azienda è - come si è detto - una quantità astratta, cioè non fondata su dati obiettivi automaticamente determinabili: la sua valutazione impone il ricorso a stime, ipotesi, congetture che potranno variare da perito a perito dando luogo a valutazioni differenti anche in riferimento alla medesima impresa. Naturalmente, questi elementi di soggettività debbono essere analizzati alla luce di fondati requisiti. Di norma, si conviene

sull'affermazione che almeno tre sono i requisiti che un'attendibile metodologia di valutazione del capitale economico d'impresa deve tentare di soddisfare; essi sono:

- **RAZIONALITÀ:** il metodo deve essere valido concettualmente e dotato di consistenza teorica.
- **OBIETTIVITÀ:** il metodo deve essere concretamente applicabile ovvero fondato su dati certi o almeno credibili e/o controllabili.
- **GENERALITÀ:** il metodo deve prescindere dalle caratteristiche e dagli interessi delle parti coinvolte nella negoziazione.

Secondo alcuni autori, il metodo in oggetto dovrebbe essere dotato dell'ulteriore requisito della *stabilità*, nel senso di una plausibile perduranza del valore nel tempo.

I metodi di valutazione delle aziende che, in linea generale, sono in grado di soddisfare in misura ragionevolmente adeguata i suddetti principi possono così essere classificati in:

- metodi diretti: che si distinguono in metodi diretti in senso stretto e in metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici;
- metodi indiretti: che si distinguono in: i) metodi basati su grandezze flusso; ii) metodi basati su grandezze *stock*; iii) metodi basati su grandezze flusso-*stock*.

#### **4.2.1. I metodi diretti**

I metodi diretti fondano la stima del valore economico d'impresa su grandezze desunte dal mercato. In particolare, si distinguono:

- *metodi diretti in senso stretto*, che determinano il valore del capitale economico sul fondamento dei prezzi espressi dal mercato;
- *metodi diretti fondati su moltiplicatori empirici*, che eguagliano il valore del capitale economico al prodotto tra un moltiplicatore di mercato e una grandezza espressiva del valore economico del capitale d'impresa.

#### 4.2.1.1. I metodi diretti in senso stretto

I metodi diretti in senso stretto si articolano in due categorie a seconda che l'azienda da valutare sia o meno quotata presso una Borsa valori. Nel primo caso il capitale economico dell'impresa valutanda viene calcolato utilizzando il seguente algoritmo:

$$W = \sum_{i=1}^n P_i \times m_i$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico;

$P_i$  è il prezzo di mercato di un'azione della tipologia " $i$ " (ordinaria, privilegiata, ...);

$m_i$  è il numero di azioni della tipologia " $i$ ".

Nel caso, invece, in cui l'azienda non sia quotata, il valore economico del suo capitale viene stimato come media aritmetica, semplice o ponderata, dei valori economici assunti da un selezionato numero di aziende assimilabili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione; in formula:

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n W^s_i \times p_i}{\sum_{i=1}^n p_i}$$

dove:

$W$  è il valore del capitale economico;

$W^s_i$  sono i valori economici delle aziende facenti parte del campione, calcolati sulla base dei "prezzi fatti" in transazioni aventi ad oggetto imprese simili a quella *valutanda*;

$p_i$  sono i "pesi" attribuiti a ciascuna valutazione.

#### 4.2.1.2. I metodi diretti fondati sui moltiplicatori empirici

I metodi in parola si sogliono distinguere in criteri basati sull'*equity approach to valuation* e metodi fondati sull'*entity approach to valuation*.

##### I metodi diretti fondati sull'*equity approach to valuation*

I metodi diretti basati sul c.d. "*equity approach to valuation*" conducono alla stima del valore economico del capitale *in via diretta* e trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W}{k}\right)_T \times \left(\frac{P}{k}\right)_S$$

dove:

$(W/k)_T$  è il moltiplicatore dell'azienda oggetto di stima, dato dal rapporto tra il valore economico dell'impresa *valutanda* ( $W_T$ ) e una grandezza ( $k$ ) espressiva del valore dell'impresa (utile, *cash flow*, fatturato, ecc.);

$(P/k)_S$  è il moltiplicatore di mercato di un campione di imprese simili, per caratteristiche qualitative e quantitative, a quella oggetto di valutazione, costruito ponendo a rapporto il prezzo di mercato di tali imprese ( $P$ ) con la medesima grandezza impiegata per il calcolo del moltiplicatore dell'impresa *valutanda* ( $k$ ).

Il valore del capitale economico, si determina, pertanto, nel seguente modo:

$$W_T = \left(\frac{P}{k}\right)_S \times k_T$$

##### I metodi diretti basati sull'*entity approach to valuation*

I metodi diretti fondati sul c.d. "*entity approach to valuation*" si caratterizzano in quanto la stima del capitale economico d'impresa viene effettuata *in via mediata* sottraendo al valore economico delle attività (*firm value*) il valore di mercato dei debiti finanziari; ne deriva che i metodi in parola trovano fondamento sulla seguente eguaglianza:

$$\left(\frac{W + D}{k}\right)_T \times \left(\frac{P + D}{k}\right)_S$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

$D_T$  : valore di mercato dei debiti finanziari dell'azienda *target*;

$D_S$  : valore di mercato dei debiti del campione di imprese assunte per la valutazione.

Il valore economico del capitale si determina per differenza tra il valore economico delle attività dell'azienda oggetto di stima e l'ammontare dei debiti finanziari ad essa attribuibili; in formula:

$$W_T = \left( \frac{P + D}{k} \right)_s \times k_T - D_T$$

#### 4.2.2. I metodi indiretti

I metodi indiretti si distinguono, come evidenziato precedentemente, in: metodi basati su grandezze flusso; metodi basati su grandezze *stock* e metodi basati su grandezze flusso-*stock*.

##### 4.2.2.1. I metodi basati su grandezze flusso

###### 4.2.2.1.1. I metodi reddituali

L'idea generale ispiratrice dei metodi reddituali è che il valore dell'azienda dipenda unicamente dai flussi di reddito che essa, in base alle attese, sarà in grado di produrre.

Il capitale economico di impresa con il metodo reddituale può essere determinato sia in forma «diretta», che in forma «mediata» per differenza tra il *firm value* e il valore dei debiti finanziari.

Nel primo caso, il capitale economico è pari al valore attuale dei redditi attesi «normalizzati», ovvero, in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$W = \frac{RN}{K_e}$$

dove:

$RN$  è il reddito medio normale atteso (o normale *standard*);

$K_e$  è il tasso di congrua remunerazione del capitale proprio.

Nel caso di valutazione dell'azienda «in forma mediata», il valore economico del capitale è pari alla differenza tra il valore economico dell'attivo operativo e il valore economico dei debiti finanziari, cioè:

$$W = A - D$$

Come appare dallo schema proposto, il valore economico dell'attivo operativo eguaglia il valore attuale dei redditi operativi normalizzati al netto delle imposte, ovvero nell'ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$A = \frac{RO(1-t)}{WACC}$$

dove:

$A$  è il valore economico dell'attivo al netto dei debiti di funzionamento;

$RO$  è il reddito operativo medio normale atteso;

$WACC$  è il tasso di remunerazione dell'attivo calcolato come media aritmetica ponderata dei tassi di remunerazione delle singole fonti di finanziamento (del capitale proprio e dei debiti finanziari); i pesi sono rappresentati dalle proporzioni, calcolate a valori economici, del capitale di rischio e di credito, rispetto al totale dell'attivo (*Weighted Average Cost of Capital: WACC*):

$$WACC = K_e \frac{W}{W + D} + K_d (1 - t) \frac{D}{W + D}$$

dove ai simboli noti si aggiungono:

$D$  valore economico dei debiti finanziari;

$K_d$  il tasso di remunerazione dei debiti finanziari;

$t$  aliquota d'imposta.

Il valore economico dei debiti finanziari è pari al valore attuale degli oneri finanziari normalizzati al netto delle imposte, ovvero in ipotesi di perpetuità dei flussi:

$$D = \frac{OF(1-t)}{K_d(1-t)}$$

In definitiva, il valore del capitale economico secondo la maniera mediata risulta:

$$W = A - D = \frac{RO(1-t)}{WACC} - \frac{OF}{K_d}$$

Per quanto attiene alle problematiche di determinazione dei parametri previsti dalla formula valutativa reddituale, i punti da sviluppare sono molteplici.

Un primo aspetto riguarda la definizione dei metodi e delle tecniche di previsione del reddito. In questo senso si distinguono: i) metodo dei risultati storici; ii) metodo di proiezione dei risultati storici; iii) metodo dei risultati programmati; iv) metodo dell'innovazione.

Un secondo aspetto è quello relativo alla stima della durata del periodo di previsione. Per quanto riguarda tale questione, si può affermare che la scelta del periodo di riferimento ha natura necessariamente convenzionale. In generale, i comportamenti che più frequentemente si riscontrano nella realtà operativa sono due:

- la durata dell'orizzonte temporale viene agganciata a condizioni oggettive e specifiche dell'azienda oggetto di valutazione;
- l'orizzonte temporale di vita dell'azienda viene considerato infinito.

Una terza problematica da affrontare ai fini dell'applicazione del metodo reddituale riguarda la determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi reddituali.

Ai fini del calcolo di detto tasso è indispensabile tenere conto del *principio di coerenza* tra tassi e flussi secondo il quale alle molteplici configurazioni di flussi reddituali o finanziari utilizzati di volta in volta nei vari metodi è opportuno associare altrettante configurazioni di tassi di attualizzazione.

In primo luogo, è bene precisare che detto tasso può essere espresso dal seguente algoritmo:

$$k_e = \underbrace{R_f}_{RFR} + \underbrace{(R_M - R_f)}_{\substack{MRP \\ ERP}} \beta$$

dove:

$R_f$  è il *risk free rate* o *price of time*;

$ERP$  rappresenta il premio per il rischio.

A tali componenti del tasso possono essere aggiunti altre maggiorazioni a seconda della tipologia di società oggetto di stima, di cui si dirà nel prosieguo.

La tecnica di stima dell'ERP è quella che si fonda sul *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Secondo tale metodica valutativa, il premio per il rischio viene determinato moltiplicando il *beta-factor* ( $\beta$ ) (che rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario del complesso aziendale) per il premio medio di mercato (dato dalla differenza tra il rendimento medio atteso del mercato azionario e il rendimento degli investimenti privi di rischio -  $R_f$ )

In tal caso  $ERP$  viene determinato nel seguente modo:

$$ERP = \beta (R_m - R_f)$$

dove:

$ERP$  è il premio per il rischio d'impresa;

$\beta$  è il *beta-factor* relativo al capitale netto: in sostanza esso rappresenta la misura del rischio operativo e finanziario per l'impresa in esame;

$(R_m - R_f)$  è il premio di mercato, essendo  $R_m$  il rendimento medio atteso del mercato azionario e  $R_f$  il *risk free rate*.

Nel caso di complessi aziendali non quotati, per i quali non sia disponibile il *beta-factor* di mercato, è possibile utilizzare, quale *proxy*, il beta medio di un campione di imprese comparabili con il complesso aziendale oggetto di stima<sup>2</sup>;

---

<sup>2</sup> Al fine di migliorare il grado di affidabilità del *beta-factor* desunto dal campione di imprese comparabili a quella oggetto di valutazione, è possibile, per il tramite della formula di Hamada, scorporare dal *beta-factor* di mercato la componente finanziaria così da determinare il c.d. *beta unlevered*, e applicare al *beta unlevered* medio di mercato il rischio finanziario dello specifico complesso aziendale oggetto di valutazione.

Nel caso di utilizzo di un flusso reddituale o monetario lordo (relativo, cioè, alla gestione operativa) il tasso di sconto cui attualizzare il flusso in parola sarà, per il rispetto del principio di coerenza, una media ponderata dei costi delle singole fonti di finanziamento o *WACC* (*Weighted Average Cost of Capital*):

$$WACC = K_e \frac{W}{W + D} + K_d \frac{D}{W + D}$$

in cui:

$K_e$  è il costo del capitale proprio;

$K_d$  è il costo del capitale di credito;

W e D rappresentano rispettivamente i valori economici del capitale proprio e dei debiti finanziari.

Si dimostra che, se i costi del capitale proprio e del capitale di credito vengono espressi utilizzando il modello del CAPM, la formula di cui sopra equivale alla seguente:

$$K_e = R_f + \beta_A (R_m - R_f)$$

in cui:

$\beta_A$  è il beta relativo alle attività; esso cioè misura il solo rischio operativo e non anche quello finanziario.

#### 4.2.2.1.2. I metodi finanziari

I metodi finanziari semplificati determinano il valore del capitale economico in funzione dei flussi monetari prospettici dell'azienda.

---

La formula di Hamada, si precisa, è la seguente:  $\beta_u = \frac{\beta_l}{\left[1 + \frac{D}{W}(1-t)\right]}$  dove  $\beta_u$  è il *beta unlevered* di una

singola impresa,  $\beta_l$  è il *beta levered* della stessa impresa, D è il valore di mercato dei debiti finanziari dell'impresa; W è il valore economico del capitale dell'impresa; t è l'aliquota d'imposta.

La fattuale applicazione del metodo finanziario richiede che vengano determinati:

1. il flusso di cassa futuro relativo al periodo di valutazione considerato;
2. la durata del periodo di previsione dei flussi attesi;
3. il valore del tasso di sconto dei flussi attesi.

Per la determinazione dei parametri di cui ai punti due e tre si può fare riferimento a quanto detto a proposito dei metodi reddituali.

#### **4.2.2.2. I metodi basati su grandezze *stock***

I metodi basati su grandezze *stock* vengono definiti patrimoniali e si fondano sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale dell'azienda.

I metodi patrimoniali di stima del valore economico del capitale d'impresa si distinguono in:

- METODO PATRIMONIALE SEMPLICE (O PURO);
- METODO PATRIMONIALE COMPLESSO.

La distinzione si fonda sul diverso grado di apprezzamento dei beni immateriali non contabilizzati (tecnologia, portafoglio lavori, organizzazione del personale, ecc.): essi sono del tutto tralasciati nel metodo patrimoniale puro, mentre sono ampiamente considerati nel metodo patrimoniale complesso.

##### **4.2.2.2.1. Il metodo patrimoniale semplice (o puro)**

Il metodo patrimoniale puro, che trova il suo punto di partenza nel capitale netto di bilancio, considera il valore dell'azienda da cedere pari al valore del capitale netto rettificato.

Il capitale netto rettificato viene, per norma, calcolato mediante la riespressione a valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo patrimoniale. In formula:

$$K' = A' - P'$$

dove:

K' è il patrimonio netto rettificato;

A' rappresenta l'attivo riespresso a valori correnti;

P' costituisce il passivo riespresso a valori correnti.

#### 4.2.2.2.2. I metodi patrimoniali complessi

I metodi patrimoniali complessi sono di due tipi:

- a) metodi patrimoniali complessi di I grado (sommano al valore del patrimonio netto rettificato “K” il valore dei beni immateriali non contabilizzati aventi però un valore di mercato);
- b) metodi patrimoniali complessi di II grado (sommano al valore di “K” sia il valore dei beni immateriali di cui *sub a*, sia il valore dei beni immateriali non contabilizzati e non aventi valore di mercato - *know how*, marchi, portafoglio lavori, valore dell'organizzazione umana, ecc. - privi cioè di un riscontro diretto).

L'espressione sintetica che meglio può esprimere i metodi patrimoniali complessi è la seguente:

$$W = K' + \text{BINC}$$

dove:

BINC indica il valore dei beni immateriali non contabilizzati.

Più precisamente, tali metodi sono ispirati alla teoria del *going concern value*, secondo la quale per costituire una azienda “*ex novo*” è necessario sostenere dei costi che non vengono sopportati nel caso di acquisto di una azienda che già esiste e funziona.

Naturalmente, la formula di cui sopra suppone implicitamente che l'azienda sia in grado di remunerare congruamente il patrimonio netto rettificato comprensivo dei beni immateriali, ovvero:

$$R = K_e (K' + \text{BINC})$$

in cui:

$R$  = reddito atteso;

$K_e (K' + BIN C) = \text{reddito congruo.}$

Nel caso in cui tale situazione non si verifichi, la stima con il metodo patrimoniale complesso differirebbe da quella ottenuta mediante l'applicazione del metodo reddituale, contraddicendo il principio dell'equivalenza delle formule valutative. Pertanto, occorre rettificare il valore risultante dalla formula di valutazione patrimoniale con una correzione reddituale.

L'algoritmo di valutazione diventa il seguente:

$$W = (K' + BIN C) + C.R.$$

dove:

$W$  costituisce il valore economico della società stimato mediante il metodo patrimoniale complesso;

$K'$  rappresenta il patrimonio netto rettificato del complesso aziendale oggetto di valutazione;

$C.R.$  il valore economico della correzione reddituale positiva o negativa, stimata mediante l'attualizzazione del sovra/sottoreddito che la Società sarà in grado di produrre nel corso della gestione; in formula:

$$C.R. = \sum_{t=1}^n \frac{R_t - K_e \cdot K'}{(1+i)^t}$$

- a)  $(R_t - K_e K')$  rappresenta il sovra/sottoreddito che la Società sarà presumibilmente in grado di produrre in ciascun esercizio futuro;
- b)  $R_t$  sono i redditi netti attesi della Società per gli anni di durata della correzione reddituale;
- c)  $K_e$  è il tasso di congrua remunerazione del capitale;

- d)  $i$  è il saggio di interesse utilizzato per l'attualizzazione dei sottoredditi/sovraredditi stimati ai fini della determinazione della correzione reddituale. Per ragioni prudenziali, in linea con quanto prescritto dalla più autorevole dottrina, nel caso in cui il confronto tra il reddito atteso e quello ritenuto “congruo” evidenzi un sottoreddito (reddito atteso inferiore al reddito congruo), si dovrà fare ricorso, quale tasso di attualizzazione, al *risk-free rate*; nel caso, invece, in cui dal confronto tra il reddito atteso e quello ritenuto “congruo” emerga l'esistenza di un sovrareddito (reddito atteso superiore al reddito congruo), si dovrà impiegare, quale tasso di attualizzazione, il costo del capitale proprio.
- e)  $n$  costituisce l'orizzonte temporale di riferimento della correzione reddituale.

#### 4.2.2.3. I metodi basati su grandezze flusso-*stock*

I metodi misti, basati su grandezze flusso-*stock*, costituiscono una mediazione tra i metodi patrimoniali – dai quali prendono la caratteristica della verificabilità oggettiva – e i metodi reddituali – dai quali prendono le considerazioni sulle aspettative reddituali. La caratteristica di questi procedimenti è quella di determinare il valore dell'azienda/ramo d'azienda ponderando la componente patrimoniale (rappresentata dal patrimonio netto riespresso a valori correnti ed, eventualmente, comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati) e la componente reddituale della gestione rappresentata dal sovra/sottoreddito atteso.

I metodi misti più diffusi sono: il “metodo tedesco” e il “metodo anglosassone”, di seguito illustrati.

##### Metodo tedesco

Secondo il “metodo tedesco”, il valore economico di un complesso aziendale è calcolato assegnando uguale peso sia alla componente reddituale che a quella patrimoniale. In formula:

$$W = \frac{1}{2} \left( (K' + BIN C) + \frac{R}{K_e} \right)$$

dove:

$W$  è il valore economico del complesso aziendale oggetto di stima;

$(K'+BINC)$  è il patrimonio netto del complesso aziendale riespresso a valori correnti eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati;

$\frac{R}{K_e}$  è il valore economico del capitale stimato con il metodo reddituale puro.

#### Metodo anglosassone

Il “metodo anglosassone” stima il valore economico del capitale d’impresa tenendo conto dello *stock* di capitale investito e delle prospettive reddituali attese. Si distingue in una versione basata sull’*equity approach* o sull’*entity approach*, a seconda che prenda in considerazione *stock* e flussi netti (patrimonio netto e reddito netto), o *stock* e flussi lordi (capitale investito netto e reddito operativo netto).

Nel primo caso, l’algoritmo di valutazione è il seguente:

$$W = (K' + BINC) + \left[ \sum_{t=1}^n (R_t - K_e \times K') \times (1 + R_f)^{-t} \right]$$

dove:

$W$  è il valore economico del capitale d’impresa;

$(K'+BINC)$  è il patrimonio netto del complesso aziendale riespresso a valori correnti eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati;

$R_t$  sono i redditi netti attesi puntuali;

$k_e$  è il tasso di congrua remunerazione del capitale;

$R_f$  è il saggio di interesse utilizzato per l’attualizzazione dei sottoredditi/sovra redditi stimati ai fini della determinazione della correzione reddituale;

$n$  è il numero di anni di durata del sovra/sottoreddito netto.

Nel secondo caso si ha:

$$W = (CIN' + BIN C) + [\sum_{t=1}^n (RO_t - WACC \times CIN') \times (1 + WACC)^{-t}] - D$$

dove:

- $W$  è il valore del capitale economico dell'Azienda;
- $(CIN'+BIN C)$  è il valore corrente delle attività operative (considerate al netto dei debiti non finanziari e non onerosi) eventualmente comprensivo del valore economico dei beni immateriali non contabilizzati;
- $RO_t$  sono i redditi operativi conseguiti dalla Società negli  $n$  anni considerati ai fini della stima del valore della correzione reddituale;
- $WACC$  è il costo medio ponderato del capitale. Si evidenzia che, per il principio di coerenza tra flussi e tassi, essendo in presenza di flussi operativi, tale tasso deve essere utilizzato anche per l'attualizzazione dei sottoredditi/sovra redditi operativi stimati ai fini della determinazione della correzione reddituale;
- $n$  è il periodo di durata del "sovra reddito" o del "sottoreddito" operativi della Società;
- $D$  è il valore economico dei debiti finanziari della Società all'epoca della stima.

## 5. LA SCELTA DELLA METODOLOGIA VALUTATIVA

### 5.1. La metodologia valutativa utilizzata

Alla luce di quanto sinora rilevato, ai fini della stima del valore economico di Appia Sviluppo, si è ritenuto opportuno adottare il metodo finanziario dell'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici *levered* (di seguito anche più semplicemente DCF - *Discounted Cash Flow*), assumendo quale data di riferimento della stima il 31.03.2026.

Tale criterio, infatti, è considerato dalla più autorevole dottrina<sup>3</sup> dotato di elevata consistenza teorica, consentendo di valutare un'attività mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa da essa attesi.

Peraltro, si rileva che il metodo del “*Discounted Cash Flow*” è il più accreditato dalle moderne teorie aziendali che correlano il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi finanziari adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore<sup>4</sup>; “è ormai opinione diffusa nei mercati finanziari, che un'azienda possa essere valorizzata sulla base dei flussi di cassa che produrrà in futuro”<sup>5</sup>.

Pertanto, il valore economico del capitale di Appia Sviluppo S.r.l. è stato calcolato sul fondamento della seguente formula:

$$W_F = \sum_{t=1}^n Ft(1 + ke)^{-t} + T.V.$$

dove:

$W_F$  è il valore economico dell'azienda;

$\sum_{t=1}^n Ft(1 + Ke)^{-t}$  è la somma del valore attuale dei flussi attesi ( $F_t$ ) per il periodo di previsione esplicita;

$Ke$  è il tasso di attualizzazione;

$n$  è l'orizzonte temporale di riferimento della stima;

$T.V.$  è il *terminal value*, da sommare al valore attualizzato dei flussi attesi, ai fini della determinazione del valore economico del capitale.

Occorre osservare sin da subito, che il valore dei flussi finanziari attesi è stato estrapolato dal *business plan* fornito dalla Società, ipotizzando che, per la natura della Società, i redditi coincidano con i flussi di cassa, nell'ambito del quale è stata effettuata una previsione puntuale dei flussi reddituali per un orizzonte temporale di 5 anni (dall'anno 2026 all'anno 2031).

Tale piano e, in particolare, le informazioni in esso contenute, hanno costituito la base di riferimento per la presente valutazione.

---

<sup>3</sup> Cfr. L.Guatri, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, 1998, p. 173.

<sup>4</sup> Borsa Italiana, *Guida alla valutazione*, punto 1.3.1.

<sup>5</sup> Borsa Italiana, *Ibidem*, punto 1.1.

## 5.2 La stima del valore economico di Appia Sviluppo con il metodo *Discounted Cash Flow* fondato sui flussi *levered*

La stima del valore economico del Ramo d'Azienda mediante il metodo valutativo in oggetto richiede, come si è detto, l'applicazione del seguente algoritmo:

$$W_F = \sum_{t=1}^n Ft(1 + Ke)^{-t} + T.V.$$

dove i simboli assumono il significato noto.

Nel prosieguo si provvederà a determinare:

- il tasso di attualizzazione;
- i flussi finanziari attesi *levered* (*Free Cash Flow to Equity*);
- il *terminal value*.

### 5.3. Il tasso di attualizzazione

In ragione del citato principio della coerenza tra tassi e flussi, essendo disponibili nel caso di specie i c.d. *flussi levered*, il tasso di sconto con il quale attualizzare i flussi in parola sarà il  $Ke$ , ossia il “costo medio del capitale proprio” (o saggio di congrua remunerazione del capitale proprio).

Il tasso è stato stimato mediante uno dei metodi maggiormente diffusi nella prassi valutativa: il cosiddetto metodo del “*build up approach*”, per il quale il tasso di attualizzazione è così determinato:

$$k_e = \underbrace{R_f}_{RFR} + \underbrace{(R_M - R_f)}_{\substack{MRP \\ ERP}} \beta + scr + md$$

dove:

$R_f$  è il *risk free rate* (saggio di interesse privo di rischio, inteso quale compenso per il puro investimento)

$(R_M - R_f)$  è il premio per il rischio di mercato (*MRP*), misurato come maggiore rendimento che gli investitori richiedono a fronte dell'investimento nel mercato azionario rispetto ad attività prive di rischio;

- $\beta$  è il coefficiente di “volatilità” o rischio sistematico e rappresenta una misura della rischiosità dell’impresa analizzata rispetto al rischio di mercato (sul punto, in caso di aziende non quotate sul mercato mobiliare, si può fare riferimento anche al beta di settore);
- $(R_M - R_f)\beta$  è il premio per il rischio complessivo del capitale proprio rispetto al tasso d’interesse privo di rischio (ERP-*Equity Risk Premium*).
- scr* è lo *specific company risk*, una maggiorazione del tasso connessa al fatto che l’investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile. Tale maggiorazione del tasso è atta a fronteggiare rischi specifici del complesso aziendale, legati alla sua struttura finanziaria, alla tipologia di attività svolta, ai luoghi dove essa è esercitata, alla concentrazione della clientela, e così via.
- md* è il *marketability discount*, una maggiorazione del tasso applicato alle società non quotate, in ragione del fatto che le azioni non negoziate presso la Borsa Valori scontano un rischio di negoziabilità maggiore rispetto a quello delle azioni quotate.

Il saggio *risk free* ( $R_f$ ) è stato determinato in base al rendimento netto dei titoli di Stato a Italiani di durata decennale pari al **3,60%**<sup>6</sup>.

Il premio per il rischio (ERP) è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). In termini di rischiosità, il CAPM postula che il rischio totale di un’impresa è scindibile in una componente specifica e in una componente di origine macroeconomica non diversificabile (rischio sistematico).

Il premio per il rischio, stimato con la tecnica del CAPM, come precedentemente illustrato si determina mediante la seguente relazione algebrica:

---

<sup>6</sup> Fonte [www.dt.mef.gov.it](http://www.dt.mef.gov.it), principali tassi di interesse 2025, al netto dell’aliquota fiscale del 12,5%

$$ERP = \frac{(R_M - R_f) \beta}{\frac{MRP}{ERP}}$$

Nel caso di specie, il dato relativo al coefficiente *beta* è stato fatto pari alla media dei *beta levered* relativi ai settori di riferimento dell'Azienda, ossia “Beverage (Soft)” pari a 0,42 (Fonte: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Il premio per il rischio di mercato ( $R_M - R_f$ ) è stato fissato nella misura del 7,55% (fonte: Stern – Scuola di Management della New York University; <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>).

Ne consegue che il premio per il rischio (*ERP*), calcolato con la tecnica del *Capital Asset Pricing Model*, risulta essere pari a 3,17%, in formula:

$$ERP = 0,42 \times (7,55\%) = 3,17\%$$

Per quanto concerne lo *scr* (*specific company risk*) e il *md* (*marketability discount*), la prassi valutativa li pone in un *range* compreso tra 1% e 3%. Tenuto conto (i) della circostanza che la partecipata è una società che svolge la sua attività principalmente nei confronti di un unico committente, nonché (ii) della circostanza che la partecipata non è quotata in alcun mercato regolamentato, lo scrivente ha ritenuto ragionevole scegliere un valore complessivo e pari al 5%.

Alla luce di quanto sopra, il tasso di congrua remunerazione ( $K_e$ ) è pari a **11,32%**, ossia:

$$K_e = 3,15\% + 3,71\% + 5\% = 11,32\%$$

#### 5.4. La determinazione dei flussi finanziari attesi *levered*

Come è noto, i flussi finanziari attesi possono essere calcolati mediante quattro differenti tecniche:

1. metodo dei risultati storici;
2. metodo di proiezione dei risultati storici;
3. metodo dei risultati programmati;
4. metodo dell'innovazione.

Nel caso di specie, lo scrivente – avendo a disposizione il *business plan* della Società - ha ritenuto opportuno adottare la tecnica di stima fondata sul “metodo dei risultati programmati”; pertanto, si è fatto riferimento ai redditi attesi prospettici, che tenuto conto dell'attività della Società e di quanto riportato in precedenza, possono essere assimilati ai *cash flow to Equity*, puntualmente stimati nell'ambito del citato piano su un orizzonte temporale di 5 anni.

In ossequio all'algoritmo valutativo precedentemente riportato, si è proceduto ad attualizzare i citati *free cash flow to equity* mediante il tasso di attualizzazione *Ke* in precedenza stimato (11,32%).

L'utilizzo di tale metodologia di stima ha condotto alla determinazione di un **flusso di cassa atteso cumulato attualizzato** per il periodo 2026-2031 pari a **euro 76.056**, come si evince dalla tabella di seguito riportata:

**Tabella 4: Flussi netti attualizzati come da Piano**

Cash flow	2026	2027	2028	2029	2030	2031
Cash flow to Equity	31.321	-5.978	13.549	19.491	25.822	25.008
Coefficiente attualizzazione	0,9224	0,8286	0,7443	0,6686	0,6006	0,5395
Cash flow attesi attualizzati	28.890	-4.953	10.085	13.032	15.509	13.493
Cash Flow attesi cumulati	28.890	23.937	34.022	47.054	62.563	<b>76.056</b>

## 5.5 La stima della *perpetuity* (*terminal value*)

Il valore finale (*terminal value*), da sommare al valore attualizzato dei flussi attesi, ai fini della determinazione del valore economico del capitale di Appia Sviluppo, è funzione del flusso netto atteso che sarà possibile conseguire dopo il periodo di previsione esplicita (2026-2031), del tasso  $Ke$  e del saggio di crescita “ $g$ ”. L’algoritmo da applicare è il seguente:

$$T.V. = \frac{\bar{F}\bar{C}\bar{F}E(1+g)}{Ke-g}(1+Ke)^{-n}$$

dove:

$FCFE$  (*Free Cash Flow to Equity*) è il flusso di cassa netto atteso dopo il periodo di previsione esplicita (flussi di cassa successivi al 2031);

$Ke$  è il tasso  $Ke$ , il cui procedimento di determinazione è stato delineato in precedenza;

$g$  è il saggio di crescita atteso.

Ai fini del calcolo della *perpetuity* (*terminal value*), è stato considerato un flusso pari a quello dell’ultimo anno di previsione esplicita.

Ai fini della determinazione del valore degli altri parametri dell’algoritmo valutativo indicato, è stato utilizzato il  $Ke$  pari al 11,32% (determinato in precedenza) e, prudenzialmente, un saggio di crescita pari a zero.

Per quanto attiene alla durata del Terminal Value, prudenzialmente è stato ipotizzato che al termine della concessione la stessa non venga rinnovata e, pertanto, è stata ipotizzata una durata di ulteriori 9 anni dal termine del periodo di previsione esplicita (2032 -2040 – anno di scadenza della concessione).

La tabella seguente riporta il calcolo effettuato (valori espressi in euro):

**Tabella 5: Valore della *Perpetuity***

2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
25.008	25.008	25.008	25.008	25.008	25.008	25.008	25.008	25.008
0,4847	0,4354	0,3911	0,3513	0,3156	0,2835	0,2547	0,2288	0,2055
12.121	10.888	9.781	8.786	7.893	7.090	6.369	5.721	5.139
12.121	23.009	32.790	41.576	49.469	56.559	62.928	68.649	<b>73.788</b>

L'attualizzazione del flusso atteso a partire dall'anno 2029 (*perpetuity* o *terminal value*) conduce ad un valore finale attualizzato di **euro 73.788**.

### **5.6 Il valore economico di Appia Sviluppo S.r.l.**

Alla luce delle considerazioni effettuate, tenuto conto degli obiettivi del presente incarico e delle ipotesi e limitazioni indicate, il valore economico di Appia Sviluppo alla data del 31 marzo 2026, stimato applicando il metodo *DCF* ove il Terminal Value è stato determinato sulla base dei flussi *levered adjusted*, è pari a **euro 149.844**, come illustrato nella seguente tabella (importi in euro):

**Tabella 6: Valore Economico di Appia Sviluppo S.r.l. alla data del 31.03.2026 stimato applicando il metodo DCF con TV sulla base dei flussi *levered adjusted***

Descrizione	Importo
<i>Perpetuity (T.V.)</i>	73.788
Flussi cumulati	76.056
<b>W</b>	<b>149.844</b>

Alla luce di quanto precede, il valore economico di Appia Sviluppo può essere stimato pari a euro 149.844.

## **6. CONCLUSIONI**

Lo scrivente Dott. Alessandro Speranza, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma e nel Registro dei Revisori Legali, con studio in Roma, Via Lima 31, ha ricevuto da Appia Sviluppo S.r.l. (di seguito anche solo "Appia Sviluppo" o la "partecipata" o la "controllata" o la "Società"), con sede in Roma, in via Appia Nuova 1411 C.F. e P.I. 15541051007 alla data del 31 marzo 2026, l'incarico di stimare il valore economico del capitale della Società, detenuto da Istituto Zooprofilattico Sperimentale del Lazio e della Toscana M. Aleandri (nel seguito anche solo "Istituto", con sede legale in Roma (RM), Via Appia Nuova n. 1411, C.F. 00422420588 e P.I. 00887091007, Ente sanitario di diritto pubblico.

All'esito delle analisi effettuate, tenuto conto di quanto rappresentato nell'ambito della Relazione, che qui si intende nella sua interezza espressamente richiamato, il **valore economico di Appia Sviluppo S.r.l. alla data del 31.03.2026 – stimato con il metodo DCF – è pari ad euro 149.844.**

Ritenendo con la presente relazione di stima di aver adempiuto all'incarico affidato e rimanendo a disposizione per ogni eventuale chiarimento e/o integrazione in merito a quanto esposto, si ringrazia per la fiducia accordata e si porgono distinti ossequi.

Roma, 29 aprile 2026

Dott. Alessandro Speranza

