

PERIZIA DI STIMA
DEL VALORE DELL'AZIENDA
DELLA ALCHERA SOLUTIONS S.p.a.

Redatta da:
Carminè Cozzolino
Dottore Commercialista
via B. D'Alviano, 18
20121 MILANO

Sommario

1.	Introduzione	3
2.	Documentazione analizzata	3
3.	La società	4
4.	La valutazione d'azienda: il concetto di "valore"	7
5.	I principali metodi di valutazione	8
5.1.	il metodo patrimoniale semplice	8
5.2.	il metodo patrimoniale complesso	10
5.3.	il metodo reddituale	12
5.4.	il metodo misto patrimoniale - reddituale	14
5.5.	il metodo finanziario	15
5.6.	i metodi di mercato	16
6.	La scelta del metodo	17
7.	Il piano industriale	18
8.	La valutazione di Alchera	21
8.1.	Il patrimonio netto rettificato	21
8.2.	La valutazione delle poste attive	22
8.3.	La valutazione delle poste passive	28
8.4.	La determinazione del reddito medio normale atteso R	28
8.5.	La determinazione del valore di Alchera Solutions	29
9.	Conclusioni	30

1. Introduzione

La società INNOTECH S.p.A., C.F. 00849720156, con sede in Milano, Via Dell'Orso n. 16, ha incaricato lo scrivente Dott. Carmine Cozzolino, C.F. CZZ CMN 65M24 G813M, con studio in Milano, Via Bartolomeo D'Alviano n. 18, iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano al n. 3393, di valutare il capitale economico della controllata **Alchera Solutions S.p.A.** con sede legale in Milano, Via Dell'Orso n. 16, avente capitale sociale di euro 10.000.650 interamente versato, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano 02695500963, REA di Milano n. 1536333, di cui possiede azioni pari al 99,45% del capitale sociale.

2. Documentazione analizzata

- Bilancio al 31/12/2004 e relativa certificazione rilasciata dalla KPMG S.p.A. e progetto di bilancio al 31/12/05;
- Bilancio di verifica al 28/2/06;
- Relazione dell'avv. Francesca Pirali circa lo stato delle pratiche in corso dalle quali potrebbero derivare passività per la società;

- Dichiarazione modello UNICO 2005, anno d'imposta 2004;
- Relazione di stima del “Progetto Solutions” redatta dall'Ing. Giuseppe Croci in data 12 giugno 2005;
- Piano Industriale del gruppo Innotech per il periodo 2005 - 2009, e relativa relazione della società di revisione KPMG S.p.A.;
- Relazione giurata di stima degli elementi attivi e passivi della Alchera Interactive S.r.l., redatta il 13 giugno 2005 dal Dott. Zeno Aldo Fedeli;

Nel corso della presente trattazione farò essenzialmente riferimento al progetto di bilancio al 31/12/2005, ad oggi non ancora approvato, al bilancio di verifica aggiornato al 28/2/06, ed al piano industriale redatto dalla Innotech S.p.A. per il periodo 2005 - 2009, dal quale emergono le strategie di sviluppo ed i flussi di reddito che la controllata Alchera Solutions dovrebbe essere in grado di generare nei prossimi anni.

Farò inoltre riferimento ai colloqui intercorsi con il management della Alchera e della controllante Innotech che, anche sulla base del suddetto piano industriale di gruppo, mi hanno illustrato le linee di sviluppo futuro dell'attività.

La data di riferimento della valutazione è il 28 febbraio 2006.

3. La società

La società è stata costituita con la denominazione di Optowave S.r.l. in data 2 giugno 1997 con sede in Milano via dell'Orso n. 16 con capitale sociale di euro 18.100.000, ma è rimasta sostanzialmente inattiva fino al 2001 quando ha ottenuto l'approvazione di un progetto industriale che prevedeva investimenti per un totale di Euro 27,6 milioni nel settore dell'assemblaggio di apparati di trasmissione dati a Soveria Mannelli (CZ) finanziato ai sensi della legge 488/92.

In data 10 ottobre 2001 la società ha deliberato la modifica della forma e della ragione sociale in Optowave S.p.A. e l'aumento del capitale sociale fino ad euro 25 milioni, poi sottoscritto e versato per euro 18.100.000.

In data 30 novembre 2001 la Optowave S.p.A. ha acquistato il 100% della Blusat Italia S.p.A., società operativa nel settore della trasmissione satellitare; ed il 23 settembre 2002 il 100% la Nova Polis S.r.l.. Entrambe le società sono state fuse

per incorporazione in data 4 settembre 2003. Nel corso dell'esercizio 2003 la società ha concentrato gli sforzi operativi nella conclusione del progetto Armasat in collaborazione con Alenia Spazio S.p.A. ed ha mutato la propria denominazione sociale in Elios Solutions S.p.A..

Nel corso dell'esercizio 2004 visto il permanere delle difficoltà di conclusione del progetto Armasat nonché del mancato perfezionamento delle altre trattative previste, legate alla mancanza della relativa copertura finanziaria da parte del committente finale, la società ha deciso di diversificare la propria attività in nuovi settori di attività con il Progetto Solutions ed in data 16 ottobre 2004 ha mutato nuovamente la denominazione sociale in Alchera Solutions.

Nel secondo semestre 2004 Alchera Solutions in esecuzione del Progetto Solutions:

- ha acquistato la piattaforma modulare denominata "e.BPM" (e.Business Portal Manager) per la gestione di soluzioni legate all'E-business basata sulla piattaforma Ibm WebSphere, e delle relative infrastrutture hardware dalla e.Dexter S.p.A.;
- ha acquistato il 100% del capitale sociale della Alchera Interactive, società operante nel mercato delle applicazioni digitali interattive;
- ha affittato il ramo d'azienda operativo di proprietà della SI2SI S.p.A. in liquidazione (che è nel frattempo stata dichiarata fallita dal Tribunale di Roma) ed il ramo d'azienda operativo di proprietà della e.Dexter S.p.A. (Alchera ha deciso di non procedere all'acquisto dei suddetti rami d'azienda e di non rinnovare i relativi contratti di affitto).

Il capitale sociale ammonta oggi ad euro 10.000.650 ed è così suddiviso:

- Innotech S.p.A. 99,45%;
- Marasco Antonio 0,06%;
- Cofinance & Co. S.r.l., 0,49%.

Amministratore unico è il dott. Stefano D'Amora, nato a Milano il 26 settembre 1970, Codice Fiscale DMR SFN 70P26 F205B.

Il Collegio Sindacale risulta così composto:

- - dott. Mario Broggi, nato a Milano il 15 settembre 1952, Codice Fiscale SPR

PTR 59B05 F205J, Presidente Collegio Sindacale;

- - dott. Giovenale Rossano Palermo, nato a Busto Arsizio (VA) il 5 gennaio 1960, Codice Fiscale PLR GNL 60A5 B300T, Sindaco effettivo;
- - dott. Franco Vergani, nato a Lecco il 13 marzo 1966, Codice Fiscale VRG FNC 66C13 E507H, Sindaco effettivo.

L'oggetto sociale è il seguente: *“a) produzione, commercializzazione e rappresentanza di soluzioni per la distribuzione dei contenuti digitali e la connettività satellitare; b) costruzione, montaggio e sviluppo di sistemi di telecomunicazione e d'interconnessione tra reti di varia natura; c) sviluppo di impianti, servizi e componenti, attraverso anche la definizione di programmi di ricerca, sviluppo prototipi e successiva industrializzazione in riferimento ai piani PIA ed ASI o altri similari; d) assistenza tecnica alla clientela in genere mediante laboratori di assistenza e riparazione, controllo e montaggio di apparecchiature proprie o di terzi; e) attività in campo editoriale (con esclusione della pubblicità dei quotidiani) anche mediante strumenti multimediali, digitali e telematici”*.

In particolare la società opera attraverso diverse unità locali (U.L.), la cui attività risulta essere la seguente:

U.L. Milano: servizio di consulenza specialistica per soluzioni per la distribuzione dei contenuti digitali e connettività satellitare sistemi di telecomunicazioni e d'interconnessione tra reti.

U.L. Soveria Mannelli (CZ): ricerca, progettazione, sviluppo, produzione, commercializzazione, gestione e manutenzione di sistemi e servizi di telecomunicazione e d'interconnessione tra reti. assistenza tecnica di riparazione, controllo e montaggio apparecchiature.

U.L. Roma: servizio di consulenza specialistica e di sviluppo software assistenza tecnica e sistemistica hardware/software servizi di housing e hosting.

U.L. Gravellona Toce (VB): sviluppo software e gestione siti internet, connessioni di reti e attività di manutenzioni hardware.

U.L. Alghero (SS): manutenzione, riparazione, assemblaggio di apparecchiature elettroniche per servizi di telecomunicazioni e di interconnessioni tra reti.

4. La valutazione d'azienda: il concetto di "valore"

La dottrina economico - aziendale concorda nel rappresentare il concetto di "valore aziendale" con la seguente formula, definita "formula teorica di calcolo del valore":

$$W = \sum d v_1 + P v_2$$

dove:

d è il dividendo pagato dall'impresa ai partecipanti, anno per anno, sino all'ultimo anno di vita dell'impresa;

P è il prezzo realizzabile con maggior probabilità dalla cessione dell'impresa o dalla sua liquidazione al momento della sua chiusura;

v₁, v₂ sono coefficienti di attualizzazione.

In sostanza, si afferma che il valore di una azienda è dato dal valore attuale della remunerazione che essa riesce a distribuire negli anni ai suoi soci e dal valore attuale del valore finale che essi riusciranno a spuntare al momento della cessione o della liquidazione.

Se una azienda non riesce a creare per i suoi partecipanti né un beneficio annuale né un ricavo finale, non ha, secondo la formula teorica, alcun valore positivo, anzi potrebbe averne uno negativo ove i partecipanti fossero costretti per legge o per contratto a proseguire nell'attività e fossero tenuti a rispondere delle obbligazioni contratte.

Si cerca dunque di determinare il "capitale economico" di una impresa, ovvero di individuare la sua capacità (immediata o futura) di utilizzare il proprio "capitale" di beni materiali ed immateriali per generare dei "benefici", in genere dividendi e valore residuo.

Come si può facilmente notare, la suddetta enunciazione del concetto di valore aziendale è puramente astratta: ammesso che l'azienda decida di distribuire regolarmente dividendi, è assolutamente impossibile per chi valuta stimarne l'entità con un minimo di oggettività, specialmente su un orizzonte temporale prolungato. Ancora meno realistica sarebbe la stima del realizzo "netto finale".

Insomma: la formula proposta, sebbene rigorosa dal punto di vista logico e scientifico ed utile al fine di comprendere il concetto di "valore del capitale

economico” di una azienda, è inapplicabile nella pratica.

Ciò premesso, il problema per il valutatore diventa quello di individuare una metodologia di valutazione che sia concretamente applicabile e, nello stesso tempo, non troppo distante dal sopra riportato modello teorico.

Si ritiene dunque che la metodologia adottata, qualunque essa sia, espressa con una formula o con un algoritmo, deve presentare le seguenti caratteristiche:

- razionalità, ovvero vicinanza “concettuale” alla formula teorica. Si può ottenere, ad esempio, sostituendo alla impossibile previsione dei dividendi futuri la più realizzabile previsione di flussi di cassa (o di reddito) annuali per un periodo non eccessivamente lungo;
- dimostrabilità, la formula deve condurre ad un valore che, sebbene sempre caratterizzato da elementi di soggettività, sia il più possibile oggettivo, dimostrabile e condivisibile da tutti i soggetti cui la valutazione è rivolta;
- generalità, il valore risultante dal processo di valutazione non deve risentire della forza delle parti contrattuali. Si deve, in altre parole, tendere alla definizione di un “valore generale” non influenzato dalla particolare utilità che una azienda, od un suo ramo, può ricoprire per un certo acquirente. Tuttavia si può tener conto delle particolari utilità se i possibili acquirenti costituiscono una categoria.

5. I principali metodi di valutazione

Pare opportuno, prima di adottare in concreto un metodo, esaminare le diverse metodologie di valutazione impiegate nella pratica al fine di chiarire quella che, a mio parere, meglio si presta alla determinazione del valore della Alchera Solutions, considerate le sue caratteristiche, i dati disponibili e le prospettive di sviluppo.

5.1. il metodo patrimoniale semplice

Consiste nella semplice determinazione del valore di una azienda come differenza tra l’attivo patrimoniale rivalutato ed il passivo.

In sostanza, si tratta di esprimere il patrimonio netto a valori correnti, rispondendo alla domanda: “se dovessi vendere oggi tutti i beni iscritti nel

bilancio, quanto residuerebbe dopo aver pagato tutti i debiti?”

L'applicazione del metodo consiste, in definitiva, nel fare emergere una serie di plusvalenze e di minusvalenze rispetto ai valori di bilancio pari alla differenza tra i valori attuali dei cespiti ed i valori storici.

A decurtazione delle plusvalenze nette si calcolano poi gli oneri fiscali potenziali per tenere conto del fatto che, se quelle plusvalenze dovessero essere realizzate sconterebbero, al netto delle minusvalenze, le imposte.

I pregi di questo metodo, peraltro molto utilizzato nella pratica, risiedono nella semplicità concettuale, nella relativa esiguità dei dati necessari alla sua applicazione e soprattutto nel suo elevato coefficiente di obiettività, tale da renderlo molto comune nelle stime di volontaria giurisdizione. Non si richiedono, infatti, previsioni (sempre in qualche misura soggettive) di dividendi, di redditi o di flussi di cassa.

Si può dunque affermare che il metodo patrimoniale soddisfa largamente il principio della dimostrabilità a cui si faceva riferimento nel paragrafo precedente. Anche il principio della generalità può ritenersi soddisfatto, dato che il risultato della applicazione del metodo non risulta in alcun modo condizionato dalle aspettative di un particolare acquirente.

Esistono invece delle riserve sulla logica che sta alla base di questo criterio: esso infatti prescrive di legare il valore di una azienda esclusivamente al valore dei cespiti, senza considerare, come invece è indicato dalla formula teorica, la capacità o meno di utilizzare proficuamente i beni posseduti per portare dei benefici (in termini di dividendi o, più concretamente, di flussi di reddito o di cassa).

Certamente la disponibilità di un adeguato capitale investito può costituire la indispensabile premessa per la creazione di ricchezza. Ma è altrettanto certo che, se non esistono le condizioni per far “fruttare” il capitale, è inevitabile che esso si consumi fino all'azzeramento.

La mancata considerazione di questo secondo aspetto appare come un chiaro limite del metodo patrimoniale semplice. In altri termini il metodo appiattisce la valutazione perché conduce ad una mera valutazione dei beni che compongono

l'azienda sicché le iniziative buone finiscono col valere quanto quelle cattive il che rende palese quanto il metodo sia inadeguato.

Ecco perché, quando possibile, si debbono “integrare” i risultati forniti da questo metodo con informazioni relative alla redditività prospettica di una azienda (i cosiddetti “metodi misti”) o comunque si deve recuperare l'aspetto reddituale includendo nel calcolo del valore anche particolari beni non risultanti dal bilancio, denominati “immateriali” (il cosiddetto “metodo patrimoniale complesso”).

In alternativa si deve valutare il valore di mercato dell'azienda sulla base dei risultati conseguiti da transazioni analoghe tenendo presenti alcuni parametri che sono tipici del settore quale l'ammontare del fatturato o meglio del margine operativo lordo (MOL), il numero dei clienti, la penetrazione nel mercato, la notorietà del marchio e quanto altro.

Ad esempio gli esercizi commerciali in genere si valutano in base al volume di affari nel presupposto che al fatturato consegua un margine che è tipico del settore.

5.2. il metodo patrimoniale complesso

Come si è osservato nel paragrafo precedente, il metodo patrimoniale semplice esprime il valore dell'azienda in funzione dei beni patrimoniali valutati a valori correnti alla data della stima (nel senso di attribuire valori aggiornati ai cespiti risultanti dal bilancio).

Il metodo patrimoniale complesso propone un meccanismo di calcolo identico al precedente, ma considera, oltre ai beni risultanti in bilancio, anche i beni “immateriali” che in bilancio non compaiono ma che sarebbero cedibili insieme o anche separatamente rispetto al resto dell'azienda: si pensi a brevetti, marchi, formule, autorizzazioni commerciali, testate giornalistiche ed a concessioni televisive.

Il metodo patrimoniale complesso è sicuramente più rigoroso e completo rispetto al metodo patrimoniale semplice.

Infatti, pur presentando gli stessi pregi di obiettività, quest'ultimo consente di

affinare la stima in almeno due direzioni:

- consente di tenere conto di valori che, pur non essendo indicati in bilancio a causa della impossibilità di rappresentarli da parte del sistema contabile, esistono, sono negoziabili, a volte anche autonomamente, e sono tali da condizionare la vita di una impresa: o perché costituiscono addirittura la “conditio sine qua non” della sua sopravvivenza (si pensi alle autorizzazioni ed alle concessioni) o perché sono l’espressione di una idea sulla quale si basa l’intero processo produttivo (come i brevetti e le formule) o ancora perché possono avere influenza anche notevole sulla redditività (è il caso dei marchi commerciali);
- consente di sostituire, attraverso la considerazione dei valori dei beni immateriali, quelle informazioni legate alle prospettive di redditività la cui mancanza costituisce, come si è visto, un serio limite all’adozione del metodo patrimoniale semplice.

Questo può avvenire in due modi:

- dando un valore a particolari tipologie di beni immateriali espressivi dell’avviamento di una azienda (e dunque della sua potenzialità di reddito) quali, ad esempio, la rete di vendita, la quota di mercato o anche il nome di una impresa;
- legando il meccanismo di valutazione di un bene immateriale alle prospettive reddituali. Ad esempio, per stimare il valore dell’azienda si attribuiscono valori più elevati al marchio e alle conoscenze aziendali, ai fornitori, ai clienti, alla rete di vendita, ecc. se le prospettive reddituali dell’azienda sono già positive.

Nella pratica, la stima dei beni immateriali è tutt’altro che agevole.

Si possono utilizzare alternativamente criteri “Analitici” o “Empirici”.

I criteri Analitici si basano su procedimenti logici di stima. I più noti sono i seguenti:

- determinazione del valore residuo dei costi effettivamente sostenuti per l’ottenimento del bene;
- attualizzazione del costo di riproduzione del bene immateriale;
- attualizzazione dei redditi differenziali conseguibili per effetto del bene

immateriale;

- attualizzazione delle perdite che si sopporterebbero per effetto della perdita del bene oggetto della stima.

I criteri Empirici sono invece basati sulle esperienze negoziali concrete che hanno riguardato in passato certe categorie di beni immateriali, quali ad esempio il valore della raccolta di una banca, il valore del portafoglio premi di una compagnia di assicurazioni, le autorizzazioni commerciali, il valore delle copie vendute per le testate giornalistiche.

5.3. il metodo reddituale

Il metodo reddituale consiste nel determinare il valore di una azienda esclusivamente in funzione dei redditi che essa è in grado di produrre nel tempo.

L'espressione generale è dunque

$$W = f (R)$$

Tale espressione si sviluppa in diverse formule di calcolo utilizzate nella pratica.

Si presentano qui le tre principali, con una breve descrizione di pregi e difetti.

$$W = R / i$$

dove:

R = reddito medio atteso;

i = tasso di capitalizzazione.

Si tratta, come si vede, della nota formula del "Valore Attuale della Rendita Perpetua", per il calcolo si presume che i redditi prodotti dall'azienda siano di durata indefinita nel tempo.

Si tratta di una formula molto usata nella pratica per diversi motivi:

- l'ipotesi di durata indefinita dei redditi presuppone quella di durata indefinita dell'azienda stessa. Dato che l'azienda è un istituto economico normalmente destinato a durare nel tempo, tale ipotesi è accettabile seppure con ampie riserve;
- la formula è di facile comprensione ed applicazione;
- il ricorso, al numeratore, alla "redditività media" piuttosto che alla redditività annuale (come invece richiedono altre formule reddituali) è garanzia di una maggiore obiettività e prevedibilità, anche perché è possibile, per stimare R, fare

riferimento anche ai risultati conseguiti nel passato o conseguiti da altre analoghe aziende.

$$W = R * a_{n|i}$$

dove:

R = reddito medio atteso;

a_{n|i} = fattore di attualizzazione di R per *n* anni al tasso *i*.

È la formula del “Valore Attuale della Rendita Annuale” di durata pari ad *n* anni; essa presume che i redditi prodotti dall’impresa siano di durata limitata nel tempo e, di conseguenza, che anche la vita dell’impresa sia limitata ad *n* anni.

Tale ipotesi si verifica solo in circostanze particolari: a titolo di esempio, si pensi ad una impresa operante su concessione non rinnovabile oltre una certa data (autostrade, autosili, etc), oppure ad una impresa che sfrutta una miniera o una cava avente risorse limitate.

Come si può facilmente notare, si tratta di casi poco frequenti, che rendono l’applicazione della formula in oggetto piuttosto rara nella pratica.

$$W = R_1 * v_1 + R_2 * v_2 + ... R_n * v_n$$

dove:

R₁; R₂; R_n: redditi attesi dei singoli anni 1, 2,...*n*;

v₁; v₂; v_n: coefficienti di attualizzazione dei redditi.

È il metodo dei “risultati attesi anno per anno”, in tutto simile ai precedenti dal punto di vista logico (l’azienda viene sempre valutata in base alla sua redditività prospettica), ma al “reddito medio normale” si sostituiscono i redditi attesi di *n* anni futuri.

L’aspetto positivo di questo metodo consiste nel tenere conto della distribuzione temporale dei redditi futuri: tramite il processo della attualizzazione, l’elemento temporale incide notevolmente anche sul risultato finale.

Tuttavia, ancora una volta bisogna osservare come qualsiasi previsione di redditi annuali distinti sia (almeno oltre i 3/5 anni) estremamente complessa e soggettiva, tanto da renderla scarsamente attendibile.

Per concludere questo paragrafo sul metodo reddituale di valutazione delle aziende, si può affermare che:

- recuperando l’aspetto della redditività, il metodo reddituale è più “razionale” del metodo patrimoniale. Esso, infatti, si avvicina maggiormente all’impostazione della formula teorica di valutazione;
- considerando, in alcune sue formulazioni, la nozione di “reddito medio”, consente di evitare opinabili stime di flussi di reddito o di cassa annuali e dunque appare soddisfacente dal punto di vista della oggettività;
- non considerando, tuttavia, in alcun modo il patrimonio netto aziendale, dimentica di dare un “peso” alla struttura che comunque costituisce il pre-requisito per la produzione del reddito.

5.4. il metodo misto patrimoniale - reddituale

La dottrina propone di superare i limiti del metodo patrimoniale semplice e del metodo reddituale puro, armonizzandoli in formule di calcolo che tengano conto di entrambi gli aspetti.

Le forme più comuni in cui si sviluppa il metodo misto sono le seguenti:

$$W = \frac{1}{2} * (K + R / i)$$

detto “Metodo del Valore Medio”;

$$W = K + a_{n|i} * (R - iK)$$

detto “Metodo di Capitalizzazione Limitata del Sovrareddito Medio”;

$$W = K + (R - iK) / i_1$$

detto “Metodo di Capitalizzazione Illimitata del Sovrareddito Medio”.

La simbologia corrisponde a quella già descritta nelle formule relative ai metodi precedenti.

Si ritiene opportuno solamente ricordare che:

K rappresenta il “capitale netto aggiornato”, così come risultante da una stima patrimoniale semplice;

i rappresenta il tasso “normale” di rendimento per il tipo di investimento effettuato nel settore;

i₁ rappresenta il tasso di attualizzazione;

(R - iK) rappresenta la differenza tra la redditività dell’azienda e quella media del settore.

In particolare:

se $(\mathbf{R} - \mathbf{iK}) > 0$, l'azienda considerata produce un reddito superiore a quello medio di settore. La capacità di produrre un maggior reddito rispetto al settore si esprime con un maggior valore dell'azienda denominato in linguaggio tecnico "avviamento" ("goodwill");

se $(\mathbf{R} - \mathbf{iK}) < 0$, l'azienda considerata produce un reddito inferiore a quello medio di settore. La capacità di produrre un minor reddito rispetto al settore si esprime con un minor valore dell'azienda denominato in linguaggio tecnico "avviamento negativo" ("badwill").

In sostanza, si può affermare che il metodo misto prevede di sommare o sottrarre al valore di una azienda calcolato con il metodo patrimoniale un termine (goodwill o badwill) rappresentativo di una capacità di reddito particolare (in bene o in male) rispetto al settore.

Grazie a questa maggior aderenza alla realtà, si può affermare la maggiore razionalità del metodo misto rispetto al metodo patrimoniale semplice. Nel contempo, la valutazione patrimoniale evita l'eccessiva soggettività insita nei metodi reddituali puri.

5.5. il metodo finanziario

È il metodo più vicino alla formula teorica di valutazione, e dunque, coerentemente con quanto affermato in precedenza, il più "razionale".

La sua formulazione più comune è nota con il nome di "Unlevered Discounted Cash Flow Analysis" e, in simboli, si presenta come segue:

$$W = \Sigma Fc * v_1 + VF * v_2$$

dove:

ΣFc rappresenta la sommatoria dei flussi di cassa annuali dall'anno 1 all'anno n , con n compreso normalmente tra 8 e 15 anni;

VF rappresenta il valore finale dell'azienda all'anno n -esimo;

$v_1; v_2$ rappresentano i fattori di attualizzazione rispettivamente dei flussi di cassa e del valore finale.

Il calcolo dei flussi di cassa annuali si effettua con le consuete metodologie

finanziarie, sommando all'utile netto prospettico gli ammortamenti e gli accantonamenti per costi differiti e sommando algebricamente i movimenti nelle poste del circolante e nelle poste rappresentative di capitale immobilizzato.

Inutile soffermarsi sulla difficoltà e sulla incertezza di previsione dei flussi di cassa futuri, soprattutto in considerazione dell'arco temporale di previsione che, come si è visto, è molto consistente.

Tuttavia, se la previsione dei flussi è problematica, lo è ancor più la previsione di un valore finale all'anno n -esimo.

Per rendere concretamente l'idea: dopo aver previsto flussi di cassa per, ad esempio, 10 anni, si dovrebbe stabilire il possibile valore finale dell'azienda tra 11 anni: impresa tutt'altro che agevole (per qualcuno, oggettivamente impossibile), specialmente se si considera che il valore finale generalmente si calcola capitalizzando la rendita perpetua all'anno n -esimo e dunque dopo aver fatto previsioni di reddito dall'undicesimo anno in poi.

Queste sintetiche considerazioni dovrebbero essere sufficienti a fornire un'idea del motivo per cui i metodi finanziari, pur pregevoli dal punto di vista della razionalità, conducano a risultati scarsamente obiettivi e dimostrabili, più adatti ad esprimere valori "potenziali" del capitale economico piuttosto che valori generali.

La loro applicazione pratica più frequente si riscontra nelle valutazioni effettuate in vista di acquisizioni, quando l'impresa è considerata come un vero e proprio "progetto di investimento" oppure quando l'azienda da valutare è stabile nel tempo e quindi in grado di assicurare flussi stabili. Si pensi ad esempio ad una rete di distribuzione dell'acqua o del gas o dell'energia elettrica.

5.6. i metodi di mercato

I metodi di mercato valutano l'azienda sulla base dei prezzi praticati per la compravendita di aziende similari o dei prezzi riscontrati in transazioni di borsa o fuori borsa opportunamente rettificati.

Si può, dunque, affermare che tali metodi conducono alla determinazione di "prezzi di riferimento" in vista della cessione di una azienda, più che a "valori"

oggettivamente determinati.

In effetti, sono molto usati, specialmente negli Stati Uniti, dalle merchant banks nelle valutazioni di acquisizione/fusione.

In estrema sintesi, il metodo consiste nell'individuare un campione di aziende similari a quella oggetto di valutazione, osservare la loro capitalizzazione di borsa (o, per le aziende non quotate, i prezzi negoziati nelle eventuali transazioni fuori borsa), trovare dei "coefficienti" che mettano in rapporto tali prezzi a specifiche e significative grandezze di riferimento aziendale ed infine, applicando i coefficienti ai valori dell'azienda oggetto della valutazione, giungere alla determinazione del valore di quest'ultima. È la valutazione di cui spesso si sente parlare negli ambienti della finanza basata sui cosiddetti "fondamentali".

Per poter pervenire a risultati soddisfacenti bisogna porre attenzione nella scelta del campione: le aziende devono essere similari a quella oggetto di valutazione da diversi punti di vista. In particolare esse, oltre ad appartenere allo stesso settore, dovrebbero essere omogenee:

- per dimensioni;
- per tecnologie utilizzate;
- per mercati di sbocco.

I coefficienti utilizzati in questo tipo di valutazioni sono:

- il rapporto P/E ("price/earning"), prezzo (inteso come valore derivante dalla capitalizzazione di borsa) su utile. Spesso si usa al denominatore in luogo dell'utile il c. d. "EBIDT", ovvero l'utile prima di imposte ed interessi;
- il rapporto P/MOL, tra prezzo e margine operativo lordo;
- il rapporto P/RO, tra prezzo e reddito operativo.

Tali metodi possono essere utilizzati anche per valutare, anziché l'intera azienda, singole divisioni o rami della stessa (c.d. "metodo del break-up").

Il valore dell'azienda potrà poi essere calcolato sommando algebricamente i valori delle singole componenti.

6. La scelta del metodo

La narrazione che precede ha messo in evidenza come non esista un metodo di

valutazione che possa, in assoluto, essere qualificato migliore degli altri: accanto a pregi, tutti possiedono dei limiti che, nelle varie fattispecie concrete, possono essere di tale entità da rendere poco significativa e comunque criticabile l'applicazione del metodo stesso.

Da quanto precede discende la necessità di operare una scelta tra i metodi disponibili che possa essere giustificata in relazione alle caratteristiche dell'oggetto della valutazione. Ciò nonostante nessuna valutazione potrà essere esente da critiche.

Per la valutazione del capitale economico della Alchera Solutions ho scelto di utilizzare il metodo denominato “misto patrimoniale – reddituale” (metodo peraltro suggerito per le imprese di servizi dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti) con attualizzazione limitata del reddito differenziale medio che, in simboli, si presenta come segue.

$$W = K + a_{n|i} * (R - iK)$$

In sostanza il metodo prescelto fa derivare il valore dell'azienda dalla sommatoria dei valori patrimoniali netti contabili, rettificati a valori correnti, e dei sovraredditi opportunamente attualizzati relativi ad un numero limitato d'esercizi (avviamento o goodwill, rappresentativo della capacità di reddito superiore alla media del settore di riferimento).

7. Il piano industriale

Innotech S.p.A. gestisce partecipazioni in imprese operanti nei settori delle tecnologie per la comunicazione – cosiddetto “gruppo Solutions” (costituito da Alchera Solutions e dalle sue controllate) - e nel settore del recupero e riuso di materiali plastici ed elettronici a fine vita - cosiddetto “gruppo RPX”).

Il Piano Industriale di gruppo per gli anni 2005 – 2009 è stato definito ed approvato dal C. di A. di Innotech in data 30/7/04 e successivamente aggiornato ed approvato dal comitato esecutivo in data 8/2/05.

Tale piano, la cui ragionevolezza è stata oggetto di revisione da parte della KPMG

S.p.A.⁽¹⁾, prevedeva che nel periodo il “Gruppo Solutions” avrebbe completato gli investimenti già avviati nei settori delle tecnologie di comunicazione (WI-FI, satellitari a due vie e telefonia) ed avrebbe effettuato ulteriori investimenti nei settori del digitale terrestre ed internet (web farm, software applicativi, web design, CRM e contenuti per il web), finalizzati all’erogazione di servizi avanzati per la Pubblica Amministrazione, le imprese private ed il grande pubblico.

In particolare il piano industriale individuava 4 aree strategiche, allo sviluppo delle quali sarebbero stati dedicati, nel periodo, investimenti per totali euro 16.323.000 (par. 3.3 del piano industriale):

1. centro servizi per il marketing interattivo;
2. comunicazione digitale interattiva;
3. system integration;
4. outsourcing.

Purtroppo gli accadimenti (societari, finanziari e di mercato) occorsi nel 2005 e la scarsità delle risorse finanziarie hanno indotto il management di Innotech a ridimensionare notevolmente le previsioni di investimento nel progetto Solutions, rinunciando allo sviluppo nelle aree del “centro servizi per il marketing interattivo”, della “comunicazione digitale interattiva” e dell’“outsourcing”.

Allo stato attuale, dunque, il management di Innotech ritiene che l’unica area di potenziale sviluppo di Alchera sia l’area “System Integration”.

La detta area di business consiste nello sviluppo dei progetti che seguono:

- Progetto ARMASAT, che consiste nell’installazione, in partnership con Alenia Spazio, di apparati per la comunicazione satellitare bidirezionale con lo scopo di realizzare una rete protetta di comunicazione satellitare fra le varie caserme dei carabinieri presenti sul territorio nazionale. Il compito di Alchera sarà quello di predisporre gli apparati, configurarli, installarli on site e garantire la successiva

¹ **Relazione del 23/2/05 della KPMG S.p.A. sui dati revisionali consolidati del Gruppo Innotech relativi all’esercizio 2005** (pag. 3 – punto 4): “.....omissis..... non siamo venuti a conoscenza di fatti tali da farci ritenere, alla data odierna, che le suddette ipotesi ed elementi non forniscano una base ragionevole per la predisposizione dei dati previsionali, assumendo il verificarsi delle assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni degli amministratori, descritte nel paragrafo 3. Inoltre a nostro giudizio, i dati previsionali sono stati predisposti utilizzando coerentemente le ipotesi e gli elementi sopraccitati e sono stati elaborati sulla base di principi contabili omogenei rispetto a quelli di norma applicati dal gruppo Innotech nella redazione del bilancio consolidato”

manutenzione per tre anni;

– Progetto MIUR (Ministero dell’Istruzione, Università e Ricerca), che consiste nella sperimentazione, in partnership con ATAC, azienda municipalizzata di Roma, dell’intero sistema video sorveglianza su mezzi di trasporto pubblico. Tale progetto prevede che Alchera debba svolgere il ruolo di main contractor per la realizzazione di tecnologie video digitali applicate al risk management ed alla sicurezza del trasporto pubblico.

Il Piano Industriale prevede inoltre che a partire dal 2007 le conoscenze tecnologiche acquisite anche con i suddetti progetti potranno essere impiegate in nuove iniziative (Progetti NEW) in collaborazione con istituzioni pubbliche e grandi aziende.

Dal punto di vista economico il piano prevede, in sintesi, il seguente sviluppo dell’area di business:

	2006	2007	2008	2009
Ricavi				
Armasat	4.543.000			
Miur	524.000			
New	90.000	5.200.000	5.200.000	5.200.000
Totale ricavi	5.157.000	5.200.000	5.200.000	5.200.000
Costi variabili				
Armasat apparati	2.700.000			
Armasat installazione	984.000			
New	369.000	4.160.000	4.160.000	4.160.000
Totale costi variabili	4.053.000	4.160.000	4.160.000	4.160.000
Margine di Contribuzione	924.000	1.040.000	1.040.000	1.040.000

Spetta ovviamente al management la responsabilità circa l'accuratezza e la completezza delle informazioni fornite e delle assunzioni che stanno alla base del piano industriale che ho potuto prendere in esame.

La ragionevolezza e la coerenza complessiva delle ipotesi sottostanti alla formulazione del suddetto piano è stata attestata dalla società KPMG S.p.A. (nota 1), la quale tuttavia ha puntualizzato che i dati previsionali sono stati redatti “sulla base di un insieme di ipotesi che includono assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri ed azioni degli amministratori che non necessariamente si verificheranno” tra le quali l’approvazione definitiva del progetto MIUR per la realizzazione di un progetto di ricerca, con conseguente maturazione del diritto al contributo a fondo perduto ed

accesso a finanziamento agevolato ed il perfezionamento dell'accordo con Alenia Spazio per la fornitura degli apparati destinati alla realizzazione del progetto Armasat subordinato all'ottenimento dei relativi fondi da parte del committente finale.

Ad oggi non è ancora stato approvato né il progetto MIUR né è stato formalizzato l'accordo con Alenia Spazio, tuttavia il management di Innotech ha assicurato che le trattative proseguono.

8. La valutazione di Alchera

Considerate le persistenti incertezze sulla realizzazione delle ipotesi sulle quali sono stati previsti i flussi di reddito indicati dal Piano Industriale per l'area di business definita "System Integration" ho ritenuto di formulare due ipotesi di valutazione: l'una che prevede la continuità aziendale, l'altra che prevede la cessazione anticipata dell'attività.

L'ipotesi di continuità aziendale è fondata sul presupposto della definitiva approvazione del progetto MIUR e della formalizzazione dell'accordo con Alenia Spazio. Tale ipotesi prevede, in accordo con quanto riferito dal management di Innotech, la dismissione di tutti i cespiti (materiali ed immateriali), non strettamente connessi all'area "System Integration" (sostanzialmente le piattaforme software base Soveria Mannelli ed Alghero).

Ho viceversa ritenuto di formulare l'ipotesi della cessazione per il caso in cui non si verificassero i presupposti necessari per la continuità aziendale sopra indicati: in tal caso l'attività aziendale verrebbe anticipatamente interrotta, la società verrebbe messa in liquidazione, e tutti gli asset aziendali verrebbero ceduti al fine del soddisfacimento della generalità dei creditori.

8.1. Il patrimonio netto rettificato

Nel prospetto che segue ho sinteticamente indicato, per ogni voce o raggruppamento di voci, il valore di libro (che è il valore evidenziato nella situazione patrimoniale analizzata) ed il valore economico (che rappresenta il valore che giudico "economicamente significativo") al 28/2/06.

Il valore economico delle **attività** è rappresentato dai valori di presumibile realizzo (per l'attivo circolante) e da valori di mercato o di ricostruzione (per gli

immobilizzi). Le **passività** sono espresse al valore nominale, incrementate da eventuali passività latenti non rappresentate nella situazione patrimoniale analizzata.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
Immob. Immateriali	18.697.449,89	3.372.847,73	168.642,38
Immob. Materiali	3.003.592,59	2.118.307,50	1.537.083,33
Immob. Finanziarie	1.569.718,99	1.209.718,99	1.209.718,99
Rimanenze	5.828,41	2.914,20	58,28
Crediti commerciali	3.986.703,26	3.890.703,76	3.890.703,76
Crediti tributari	290,53	290,53	290,53
Crediti vs altri	3.086.033,85	3.086.033,83	77.033,83
Disponibilità	1.115,25	1.115,25	1.115,25
Ratei e risconti	81.195,82	0,00	0,00
TOTALE ATTIVITA'	30.431.929	13.681.931,79	6.884.646,35
F.do rischi ed oneri	140.000,00	140.000,00	140.000,00
TFR	325.985,75	325.985,75	325.985,75
Debiti verso banche	727.060,11	727.060,11	727.060,11
Debiti verso altri finanziatori	2.970.000,00	2.970.000,00	2.970.000,00
Debiti verso fornitori	3.301.745,06	3.301.745,06	3.301.745,06
F.do passività potenziali	0,00	279.500,00	279.500,00
Debiti tributari	2.261.634,07	2.261.634,07	2.261.634,07
Debiti vs Istituti di Previdenza	1.944.284,39	1.944.284,39	1.944.284,39
Altri debiti	4.021.518,28	4.021.518,28	4.021.518,28
Ratei e risconti	6.235.765,90	0,00	3.226.765,90
TOTALE PASSIVITA'	21.927.994	15.971.727,66	19.198.493,56
PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO	8.503.935,03	-2.289.795,87	-12.313.847,21

8.2. La valutazione delle poste attive

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI	18.697.449,89	3.372.847,73	168.642,38

La voce comprende:

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
Spese modifica statuto sociale	877,48	0,00	0,00
Spese pluriennali Alghero	256.645,69	0,00	0,00
Costi di impianto e di ampliamento	257.523,17	0,00	0,00

I costi di impianto e di ampliamento sono stati integralmente svalutati non conservando alcun valore economico, anche in conseguenza del fatto che l'impianto di Alghero non è più considerato strategico e quindi verrà dismesso.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
costi progettazione Soveria Mannelli	209.099,65	0,00	0,00
studi fattibilità Soveria M.	431.964,15	0,00	0,00
Costi di ricerca e sviluppo pubblicità	641.063,80	0,00	0,00

I costi di ricerca e sviluppo pubblicità sono stati integralmente svalutati non conservando alcun valore economico, in conseguenza del fatto che gli impianti di Soveria Mannelli ed Alghero non sono più considerati strategici e quindi verranno dimessi.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
Piattaf. Software Base Soveria	16.544.603,26	3.308.920,65	165.446,03
Piattaf. Software Base Alghero	230.000,00	46.000,00	2.300,00
Software	89.635,42	17.927,08	896,35
Diritti di Brevetto Ind. e utilizzaz. Opere ingegno	16.864.241,79	3.372.847,73	168.642,38

La voce comprende investimenti in software e tecnologie (comprensivi di sorgenti) finalizzati all'erogazione di servizi a clienti di varia natura (consumer, business, militare e interno) che erano funzionali al perseguimento degli obiettivi strategici della società ("Progetto Solutions" che consisteva nell'integrazione nel sito di Soveria Mannelli di cosiddetti grappoli (cluster) di sistemi (software e hardware), ciascuno delegato a svolgere specifiche funzioni anche potenzialmente tra loro sinergiche).

L'Ing. Croci (Cfr Relazione del 12/6/05 di stima del progetto Solutions) ha determinato il probabile valore di mercato dei sistemi alla base del "Progetto Solutions", calcolati con il "metodo della stima empirica basata sul costo della realizzazione ex novo del sistema", in euro 14.900.000 (con la puntualizzazione di non aver potuto verificare la funzionalità del progetto oggetto di valutazione in quanto il trasferimento dei componenti presso la sede di Soveria non era stato

ancora completato alla data della perizia).

La società ha oggi interrotto lo sviluppo del progetto. Considerata la rapida obsolescenza tecnologica dei software in questione, mi è stato riferito dal management di Innotech che essi conserverebbero una certa validità tecnologica e di business solo nel caso di continuità aziendale potendo la società cercare un acquirente interessato e finanziariamente in grado di sostenerne lo sviluppo; nel caso di cessazione il progetto verrebbe definitivamente abbandonato.

Considerati i presupposti ho ritenuto che il valore economico dei suddetti software fosse prudenzialmente pari a non più del 20% del valore di libro nell'ipotesi di continuità (svalutazione 80%) ed a non più del 1% del valore di libro nell'ipotesi di cessazione (svalutazione 99%).

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
marchio "Blusat"	75.000,00	0,00	0,00
Concessioni, licenze e marchi	75.000,00	0,00	0,00

Il valore del marchio è stato integralmente svalutato in conseguenza del fatto che non conserva alcun valore economico.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
azienda Getronics	153.333,33	0,00	0,00
Avviamento	153.333,33	0,00	0,00

Il valore dell'avviamento è stato integralmente svalutato poiché non conserva alcun valore economico. Peraltro mi è stato riferito che in conseguenza di un contenzioso in corso il ramo d'azienda "Getronics" potrebbe essere a breve restituito alla cedente Getronics Solutions Italia S.p.A..

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
direzione lavori Soveria M.	696.895,04	0,00	0,00
costi pre-deduzione	9.395,87	0,00	0,00
Altre	706.290,91	0,00	0,00

I valori sono stati integralmente svalutati in conseguenza del fatto che non conservano alcun valore economico.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	3.003.592,59	2.118.307,50	1.537.083,33

La voce comprende:

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
Terreni Soveria M.	64.078,76	0,00	0,00
fabbricati industriali Alghero	1.446.079,32	1.446.079,32	1.446.079,32
Opere murarie e Ristr. Soveria	6.957,18	0,00	0,00
Terreni e Fabbricati	1.517.118,37	1.446.079,32	1.446.079,32

I terreni sono stati interamente svalutati tenendo conto del fatto che essendo stato risolto l'accordo con il Comune di Soveria essi devono essere allo stesso restituiti; per quanto riguarda il fabbricato industriale ho ritenuto di mantenere il valore di libro anche in considerazione della perizia redatta in data 29/9/04 dal geom. Mario Costi che lo ha valutato euro 1.561.000.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
impianti generici	87.591,59	40.841,09	8.168,22
f.do amm.to impianti generici	- 46.750,50	0,00	0,00
impianti telefonici	12.708,67	11.025,16	2.205,03
f.do amm.to impianti telefonici	- 1.683,51	0,00	0,00
impianti specifici Alghero	570.000,00	114.000,00	5.700,00
Impianti e macchinari Alghero	237.506,13	47.501,23	2.375,06
Impianti e macchinari	859.375,49	213.367,48	18.448,31

Per quanto riguarda gli impianti generici e telefonici in ipotesi di continuità ritengo congrua l'adozione del valore di libro, mentre in ipotesi di cessazione ho prudenzialmente svalutato il valore di libro del 80%.

Gli impianti specifici di Soveria e di Alghero per quanto detto in precedenza ed anche a causa della obsolescenza tecnica, in ipotesi di continuità sono stati prudenzialmente svalutati del 80% del valore di libro e nell'ipotesi di cessazione del 99%.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
mobili e arredi	44.728,09	28.677,44	14.338,72
f.do amm.to mobili e arredi	- 16.050,65	0,00	0,00
mobili e arredi Soveria M.	39.892,50	39.892,50	19.946,25
Macch. Ufficio Elettr.	102.251,29	46.707,36	33.362,40
f.do amm.to Macch. Ufficio Elettr.	- 35.526,49	0,00	0,00
Macch. Ufficio Elettr. Soveria M.	440.833,43	308.583,40	4.408,33
Altri beni materiali	2.448,54	0,00	0,00
f.do amm.to Altri beni materiali	- 1.471,76	0,00	0,00
Altri beni	577.108,06	423.860,70	72.055,70

In ipotesi di continuità ho prudenzialmente svalutato il valore di libro delle macchine di ufficio di Soveria del 30% in considerazione della loro specificità, mentre in ipotesi di cessazione l'ho svalutato del 99%. Nell'ipotesi di cessazione ha svalutato gli altri beni del 50% del valore di libro.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
Macch. Ufficio Elettr. Soveria M.	50.000,00	35.000,00	500,00
Immobilizzazioni in conto e acconti	50.000,00	35.000,00	500,00

In ipotesi di continuità ho prudenzialmente svalutato il valore di libro delle macchine di ufficio del 30%, mentre in ipotesi di cessazione l'ho svalutato del 99%.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
Partecipazioni nella controllata Alchera Interactive S.r.l.	1.200.000,00	840.000,00	840.000,00
Partecipazioni nella controllata Global Network Telephone S.r.l.	9.900,00	9.900,00	9.900,00
Partecipazioni in altre imprese	5,16	5,16	5,16
Crediti verso imprese controllate	57.393,31	57.393,31	57.393,31
Crediti verso controllanti	196.881,79	196.881,79	196.881,79
Crediti verso altri	105.538,73	105.538,73	105.538,73
IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	1.569.718,99	1.209.718,99	1.209.718,99

Ho prudenzialmente svalutato il valore di libro della partecipazione nella controllata Alchera Interactive del 30%.

Il valore della partecipazione è stato oggetto di perizia redatta in data 13/6/05 dal Dott. Zeno Fedeli che ha valutato il patrimonio netto rettificato della controllata in euro 1.113.094, determinando in euro 1.140.000 il valore dell'avviamento. In effetti le previsioni di EBITDA per gli anni 2005 – 2008 sulla base delle quali il perito ha fondato la propria analisi non sembrano rispettate dai risultati ottenuti a consuntivo dalla controllata (il cui bilancio 2005 non è ancora stato approvato).

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
Rimanenze finali pezzi di ricambio	5.828,41	2.914,20	58,28
Totale rimanenze	5.828,41	2.914,20	58,28

In ipotesi di continuità ho prudenzialmente svalutato il valore di libro delle rimanenze del 50%, mentre in ipotesi di cessazione l'ho svalutato del 99%.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
crediti commerciali	3.986.703,26	3.890.703,76	3.890.703,76

Ho prudenzialmente ritenuto di incrementare il fondo svalutazione crediti (valore di libro euro 459.253) con un accantonamento di euro 96.000 pari ai crediti scaduti e non pagati nel corso del 2004. Ho rilevato che esiste una contestazione della Banca Popolare di Intra circa un credito vantato da Alchera pari a euro 240.000. Tuttavia dai colloqui intercorsi con il management e dal tenore della corrispondenza intercorsa (Cfr lettera del 14/11/05 da Alchera alla Direzione Centrale della banca) non ho ritenuto necessario svalutare il detto credito.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
Crediti Verso altri	3.086.033,85	3.086.033,83	77.033,83

Nell'ipotesi di cessazione ho prudenzialmente incrementato il fondo svalutazione "altri crediti" (valore di libro euro 558.685) con un accantonamento di euro 3.009.000 pari al credito vantato verso il Ministero delle Attività Produttive per le agevolazioni concesse ai sensi della legge 482/92.

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
Diversi	56.232,29	0,00	0,00
risconti attivi su canoni	24.963,53	0,00	0,00
Totale ratei e risconti	81.195,82	0,00	0,00

I valori sono stati integralmente svalutati in conseguenza del fatto che non conservano alcun valore economico.

8.3. La valutazione delle poste passive

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
Debiti verso fornitori	3.301.745,06	3.301.745,06	3.301.745,06
F.do passività potenziali	0,00	279.500,00	279.500,00

Ho verificato lo scadenzario fornitori ed ho ritenuto prudentiale appostare un fondo “passività potenziali” per tenere conto delle passività potenziali che potrebbero conseguire ai contenziosi in essere (cfr lettera dell’Avv. Francesca Piralli del 28/2/06).

	Valori di libro al 28/3/03	Valori correnti IPOTESI CONTINUITÀ	Valori correnti IPOTESI CESSAZIONE
Ratei e risconti	6.235.765,90	0,00	3.226.765,90

Rappresentano i contributi in conto impianti ex legge 488/92 per euro 6.235.766 (di cui euro 3.009.000 da incassare), la cui deducibilità è stata contabilmente rinviata non essendo ancora entrati in funzione i beni relativi.

In ipotesi di continuità, dal momento che, come mi ha confermato il management di Innotech, i contributi già erogati non sarebbero soggetti a restituzione, la voce non conserva un valore economicamente rilevante. In ipotesi di cessazione dovrebbe invece essere restituita la parte del contributo già incassata.

In conseguenza delle rettifiche operate, che ho sopra analiticamente illustrate, il **valore del patrimonio netto rettificato** di Alchera Solutions è il seguente:

in caso di continuità aziendale euro - **2.289.795,87**

in caso di cessazione euro - **12.313.847,21**.

8.4. La determinazione del reddito medio normale atteso R

Come già ampiamente illustrato nei paragrafi che precedono la società potrebbe

continuare la propria attività nell'area System Integration solo nel caso in cui a breve fosse approvato il progetto MIUR e fosse formalizzato l'accordo con Alenia Spazio.

Nel caso in cui i suddetti presupposti non si verificassero alla società non rimarrebbe che cessare anticipatamente l'attività.

Al fine della determinazione del reddito medio normale atteso ho fatto riferimento al piano industriale (sopra paragrafo 9).

Prudenzialmente ho considerato maggiori costi pari a euro 50.000 annui per tener conto di costi di struttura, finanziari e straordinari non considerati nel piano industriale in quanto, come mi è stato riferito dal management, l'attività potrebbe effettivamente svolgersi senza costi aggiuntivi se non quelli "variabili" indicati, con al più l'aggiunta di un tecnico "part-time" che dovrebbe occuparsi del coordinamento dell'attività.

	2006	2007	2008	2009
Ricavi	4.977.000	5.200.000	5.200.000	5.200.000
Costi variabili	4.053.000	4.160.000	4.160.000	4.160.000
Margine di Contribuzione	924.000	1.040.000	1.040.000	1.040.000
Maggiori Costi	50.000	50.000	50.000	50.000
EBITDA	874.000	990.000	990.000	990.000
Reddito medio normalizzato (R)	961.000			

8.5. La determinazione del valore di Alchera Solutions

Come sopra già illustrato ho ritenuto di esprimere la valutazione di Alchera Solutions utilizzando il metodo di Capitalizzazione Limitata del Sovrareddito Medio, che in formula è espresso come segue

$$W = K + a_{n|i} * (R - iK)$$

dove:

K = Patrimonio Netto rettificato = - **2.289.795,87** (paragrafo 10.1)

R = reddito medio atteso = **961.000** (paragrafo 10.4);

i = rappresenta il tasso "normale" di rendimento per il tipo di investimento effettuato nel settore = **10,350%**;

a_{n|i} = fattore di attualizzazione di R per *n* anni (=5) al tasso *i*.

Per quanto riguarda il tasso “normale di rendimento ho assunto la sommatoria di due componenti:

- il rendimento medio degli investimenti senza rischio (che ho individuato nel rendimento lordo dei Buoni del Tesoro Poliennali a 5 anni, pari al 3,50%. FONTE: ILSOLE24ORE DEL 13/4/06);
- il premio per il rischio, inteso sia come rischio specifico d’impresa sia come rischio legato al settore di appartenenza dell’impresa (che ho considerato al 7,00%).

Pertanto:

$$W = - 2.289.795,87 + (3,74285822 \times (961.000 - (10,350\% \times - 2.289.795,87))) =$$
$$\underline{\underline{=2.206.981}}$$

9. Conclusioni

Il sottoscritto perito, sulla base dei dati e delle considerazioni sopra esposte, dichiara che il valore complessivamente attribuibile agli elementi patrimoniali oggetto di valutazione nonché all’avviamento della Società Alchera Solutions S.p.A. nell’ipotesi di continuità aziendale, che presuppone che a breve venga approvato il progetto MIUR e venga formalizzato l’accordo con Alenia Spazio, e venga ricostituito il capitale, ammonta a euro 2.206.981, **che si arrotonda a euro 2.200.000 (euro duemilioniduecentomila/00)**

Milano, 28 aprile 2006

In fede
Dott. Carmine Cozzolino