

DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE

preludito ai sensi dell'articolo 10 della "Procedura per le operazioni con parti correlate" della Società WM Capital S.p.A., approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 3.03.2020 e dell'art. 2 delle disposizioni Euronext Growth Milan in tema di parti correlate adottate da Borsa Italiana del 15 aprile 2019

Cessione del 40% delle quote di Wealty Sa a seguito di accordo sottoscritto tra WM Capital, parte cessionaria e proprietaria del 60% delle quote di suddetta società, e una sua parte correlata, ossia Fabio Pasquali, in qualità di socio di WM Capital, nonché fratello del consigliere di amministrazione Antonella Pasquali e amministratore della stessa Wealty Sa.

Il presente documento informativo è messo a disposizione del pubblico presso la sede legale della società WM Capital S.p.A., Milano, via Cusani n. 10 e sul sito internet della Società, www.wmcapital.it alla sezione "Investors relations", "Corporate Governance", "Documenti Societari" e sul meccanismo di stoccaggio eMarket STORAGE disponibile all'indirizzo www.emarketstorage.com

10 dicembre 2021

INDICE

PREMESSA	5
1. AVVERTENZE.....	6
1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione.	6
2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE.....	7
2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione.	7
2.2. Parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti nell'operazione.	8
2.3. Motivazioni economiche e convenienza per la Società all'esecuzione dell'Operazione. ...	9
2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.	10
2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione.	11
2.6. Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate.	11
2.7. Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società nell'operazione.	11
2.8. Iter di approvazione dell'Operazione.	12
2.9. Eventuale rilevanza dell'operazione derivante dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società.	13

Consigliere Indipendente	indica il Consigliere indipendente, Avv. Manlio Filippo Zampetti, competente in materia di operazioni con parti correlate ai sensi della Procedura OPC, che ha rilasciato il parere sull'operazione;
Documento Informativo	indica il presente documento informativo;
Dott. Pasquali	Indica il Dott. Fabio Pasquali, nato a Roma il 05 marzo 1963 - CF. PSQFBA63C05H501K;
Operazione	ha il significato di cui alla Premessa del presente Documento Informativo (come sopra definito);
Procedura OPC	indica la Procedura per le operazioni con parti correlate” della Società WM Capital S.p.A., approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 3.03.2020;
Regolamento OPC	indica le disposizioni Euronext Growth Milan in tema di parti correlate adottate da Borsa Italiana del 15 aprile 2019.
WM Capital o la Società	indica WM Capital S.p.A., con sede in Milano,

Via Cusani, 10 C.F. e CF e P.IVA
13077530155

Wealty SA

indica la società costituita, denominata
Wealty SA con sede in Lugano (CH), Via
Nassa, 31

PREMESSA

Il presente documento informativo (il “Documento Informativo”) è stato predisposto da WM Capital ai sensi dell’articolo 10 della “Procedura per le operazioni con parti correlate” della Società WM Capital S.p.A., approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 3.03.2020 e dell’art. 2 delle disposizioni Euronext Growth Milan in tema di parti correlate adottate da Borsa Italiana in data 15 aprile 2019.

Il Documento Informativo è stato redatto al fine di illustrare l’interesse della Società e la convenienza della stessa al compimento dell’operazione tra parti correlate (l’“Operazione”), consistente nella cessione da parte di Fabio Pasquali a WM Capital del 40% del capitale sociale da quest’ultimo detenuto in Wealty Sa.

Fabio Pasquali risulta parte correlata in quanto socio di WM Capital SpA, nonché fratello di Antonella Pasquali, componente del consiglio di amministrazione di WM Capital, ed amministratore di Wealty Sa.

In particolare, l’Operazione in esame integra un’Operazione di maggior rilevanza, ai sensi dell’Allegato 2 del Regolamento OPC, sulla base del controvalore, in quanto il valore economico complessivo attribuito e stabilito della partecipazione ceduta, è superiore al 5% della capitalizzazione di Borsa di WM Capital al 30 giugno 2021, pari a Euro 2.600.852, la quale alla medesima data era superiore al valore del patrimonio netto della società.

* * *

1. AVVERTENZE

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione.

Alla data di pubblicazione del Documento Informativo, il dott. Pasquali risulta essere azionista di WM Capital con il 15,39% del capitale sociale, quota calcolata sommando le azioni detenute direttamente e quelle detenute da persone a sé collegate. Inoltre, egli risulta amministratore di Wealty Sa.

Nell'Operazione di cui al presente Documento Informativo, che costituisce un'operazione di maggiore rilevanza non si ravvisano particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni con parti correlate e alla posizione di socio del dott. Fabio Pasquali, che configura un conflitto di interessi ai sensi dell'art. 2391 cc., né rischi diversi da quelli usualmente connessi ad operazioni di analoga natura.

In attuazione della Procedura OPC, il Consigliere Indipendente ha espresso parere favorevole sull'interesse della Società all'esecuzione dell'Operazione nonché sulla convenienza e correttezza procedimentale e sostanziale del medesimo.

Il Consigliere indipendente è stato coinvolto nella fase istruttoria della prospettata Operazione con congruo anticipo, attivando la società in favore dello stesso un flusso informativo completo e adeguato, che gli ha consentito di essere costantemente aggiornato in relazione all'evoluzione delle attività poste in essere e di svolgere compiutamente il proprio compito ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC. Per effettuare le valutazioni in merito a tale operazione e gestire le eventuali negoziazioni con il Dott. Pasquali era stato delegato dal consiglio di amministrazione della Società il Presidente del consiglio di amministrazione dott. Nicola Valietti. Per maggiori dettagli sulla procedura espletata, si rinvia al successivo Paragrafo 2.8.

I componenti del Consiglio di Amministrazione della Società in carica alla data del Documento Informativo sono: Nicola Valietti, Ennio Salomone, Antonella Pasquali, Giovanni Antonio Cocco e Manlio Filippo Zampetti

..*

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1. Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione.

2.1. Descrizione dell'Operazione.

L'operazione riguarda la cessione di nr. 400 azioni rappresentante il 40% del capitale sociale di Wealty SA, avente come parti il dott. Fabio Pasquali in qualità di cedente e WM Capital in qualità di cessionario.

Nella fattispecie l'importo convenuto di tale cessione ammonta a Euro 2.000.000, come determinato dalla perizia del dott. Lionello Ferrante, perito indipendente ed esperto, che nella sua relazione peritale di stima ha attribuito all'intero capitale sociale di Wealty Sa il valore di Euro 5.000.000 e nello specifico al 40% il valore di Euro 2.000.000.

L'operazione di cessione viene suddivisa in due tranche, del 20% ciascuna, la cui esecuzione è condizionata all'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria dei soci dell'approvazione di un piano di aumento di capitale che fornirà anche le risorse finanziarie per tale acquisizione.

Nello specifico, una prima tranche del 20% sarà ceduta a fronte di un pagamento da eseguirsi entro il 31 dicembre 2021, pari ad Euro 1.000.000, condizionatamente all'approvazione da parte dell'assemblea straordinaria di un prestito obbligazionario convertibile cum warrant pari ad Euro 12.000.000 di cui al punto 2 dell'avviso di convocazione e alla sottoscrizione e versamento da parte di un investitore della prima tranche del predetto prestito; mentre una seconda tranche del 20% sarà conferita dal dott. Pasquali in cambio di azioni di nuova emissione, al prezzo di Euro 0,30 ciascuna, che andranno a costituire l'aumento di capitale mediante conferimenti in natura di cui al punto 5 dell'ordine del giorno dell'avviso di convocazione dell'assemblea del 19 e 20 dicembre (parte straordinaria). Tale conferimento avverrà entro e non oltre il 30 giugno 2022.

La cessione di questa seconda tranche mediante conferimento in natura sarà eseguita condizionatamente al verificarsi di tutte le seguenti condizioni indicate nel contratto, ovvero:

- che WMC deliberi un aumento di capitale per complessivi euro 1.000.000, con esclusione del diritto di opzione, da liberarsi mediante conferimento in natura - e, segnatamente, di una partecipazione del 20% nel capitale sociale di Wealty - riservato in sottoscrizione al dott. Fabio Pasquali (la "Delibera WMC");
- che la suddetta Delibera WMC preveda un prezzo di sottoscrizione di ciascuna nuova azione ordinaria WM Capital S.p.A. pari a euro 0,30 (euro trenta centesimi);

- che la Delibera WMC preveda altresì l'emissione e l'attribuzione a Fabio Pasquali di n° 1 Warrant per ciascuna nuova azione WMC dallo stesso sottoscritta mediante il conferimento della Partecipazione Conferenda e, pertanto, un ulteriore aumento di capitale a servizio dei Warrant stessi, mediante l'emissione di massime n 3.333.333 nuove azioni ordinarie WMC (le "Azioni di Compendio". Ciascun Warrant dovrà dare diritto alla sottoscrizione di 1 (una) Azione di Compendio, ad un prezzo pari al 120% della media dei prezzi di chiusura sull'EGM delle azioni WMC nei 15 (quindici) giorni di mercato precedenti alla data di effettivo conferimento della Partecipazione Conferenda, a liberazione del Primo Aumento. I Warrant dovranno essere esercitabili, in una o più volte, per un periodo di tempo pari a cinque anni di calendario, con esclusione dei primi dodici mesi, a decorrere dalla data di effettivo conferimento della Partecipazione Conferenda;
- la Delibera WMC, in tutti gli aspetti sopra indicati, dovrà acquisire efficacia c.d. esterna ai sensi dell'art. 2436 cod. civ. entro e non oltre il 31 dicembre 2021.

Entrambe le tranche sono state valutate Euro 1.000.000 così come risultante dalla suddetta relazione peritale di stima.

L'operazione nel suo complesso è stata approvata dal consiglio di amministrazione, previo parere rilasciato dal Consigliere Indipendente, in data 03 dicembre 2021

2.2. Parti correlate con cui l'Operazione è stata posta in essere, natura della correlazione, natura e portata degli interessi di tali parti nell'operazione.

L'operazione in questione, pur non essendo in senso stretto rientrante tra quelle previste dal citato Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan e dalla relativa procedura approvata dalla Società, è stata trattata come operazione con parte correlata in ragione di una serie di elementi, consistenti: (i) nella posizione del dott. Fabio Pasquali, in qualità di socio rilevante di WM Capital (che di per sé, considerata la quota di capitale detenuta, non sarebbe stata considerata significativa), e socio ed amministratore di Wealty SA; (ii) nella relazione di parentela del dott. Fabio Pasquali con l'amministratore di WM Capital, dott.ssa Antonella Pasquali, che più specificamente è sua sorella elementi questi ultimi che, congiuntamente al primo, possono costituire indici di una sua influenza sulla Società.

Pertanto, il Consigliere Indipendente è stato chiamato ad esprimere e in data 03 dicembre 2021 ha espresso parere favorevole sull'interesse della Società all'esecuzione dell'Operazione nonché sulla convenienza e correttezza procedimentale e sostanziale della medesima. Per maggiori dettagli sulla procedura espletata cfr. il successivo Paragrafo 2.8 del presente Documento Informativo.

Per ulteriori informazioni, vedasi il parere del Consigliere Indipendente (il "**Parere**") allegato al presente Documento Informativo *sub "A"*.

2.3. Motivazioni economiche e convenienza per la Società all'esecuzione dell'Operazione.

L'operazione si pone in sostanziale continuità con l'obiettivo strategico delineato all'inizio del 2021 con la costituzione di Wealty SA. La società controllata svizzera è stabilita a Lugano (CH), via Nassa, 31, ove ha la propria sede legale ed operativa. Essa svolge attività in ambito healthcare volte alla ricerca e sviluppo, testing e prototipazione, commercializzazione di Box della salute e le sue soluzioni derivate. Nell'oggetto sociale di Wealty SA vi è anche lo sviluppo di sistemi a rete, attività che, coniugata al mondo healthcare e a quello della salute e del benessere in generale, rappresenta un asset strategico per la società svizzera, in possesso anche del format Dr. Fleming e relativi marchi. Gli sviluppi recenti, in conseguenza della pandemia da Covid-19, rendono indispensabili sia ausili di prevenzione e monitoraggio che integrano telemedicina e nuove tecnologie, sia una maggior attenzione al benessere umano che passa attraverso alimentazione e life style. Trattasi di aree presidiate da Wealty SA e di notevole interesse per WM Capital, che con l'operazione di acquisizione del 40% delle quote restanti di Wealty è oggi pronta, controllando la propria partecipata al 100%, a focalizzare la propria attenzione su tali settori, sul mercato svizzero e su quello internazionale, considerate anche le evoluzioni del rapporto con una società canadese con filiale italiana attiva nella ricerca di soluzioni tecnologiche applicate al mondo della salute e del benessere.

Wealty Sa, infatti, opera in ambito B2B, commercialmente focalizzata alla ricerca di partner nazionali ed internazionali di ampio respiro, per uno sviluppo su ampia scala di Box della Salute e sue derivazioni, ma anche attenta a valorizzare gli altri asset posseduti con particolare attenzione ai sistemi a rete applicati al settore del benessere in senso lato. L'operazione, quindi, va a completare un percorso, iniziato con la costituzione di Wealty SA inizialmente posseduta al 60% (sulla convenienza dell'operazione si richiama il contenuto del precedente parere formulato dal Consigliere

indipendente all'epoca). Ciò va ulteriormente a rafforzare gli obiettivi strategici e gli scopi sociali di WM Capital S.p.A., che sono sempre stati messi al centro del progetto imprenditoriale della stessa sin dalla sua quotazione. Tali scopi risultano oggi concentrati in Wealty SA che, per la sua collocazione geografica, per il know-how, i brevetti e gli asset posseduti, può presidiare un'area di business in forte sviluppo, ad alto contenuto tecnologico e caratterizzata dalla necessità di expertise e sistemi integrati.

L'operazione di acquisizione delle quote detenute dal Dott. Fabio Pasquali risulta, pertanto, funzionale e strumentale rispetto agli obiettivi strategici della società, come più volte definiti dal C.d.A. e quindi di evidente ed indubbio interesse della società stessa anche alla luce della formale dichiarazione pervenuta da Negma Group Ltd circa l'opportunità di consolidare in un controllo totalitario la partecipazione nella società Wealty SA, così da poterla gestire in piena autonomia e flessibilità.

Si sottolinea che, in proposito, il consigliere indipendente, ha rilevato che sussiste un interesse della Società, considerato che l'operazione sottesa appare finalizzata proprio al raggiungimento degli obiettivi strategici e agli scopi sociali, che sono sempre stati messi al centro del progetto imprenditoriale nel settore healthcare, sopra richiamato, sin dalla sua ideazione.

Non controvertibile si è ritenuta la sussistenza di un forte interesse per la Società rispetto all'Operazione in esame.

2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.

L'operazione, che sarà perfezionata mediante una cessione, per una quota del 20% del capitale sociale di Wealty, e con un conferimento per la restante quota del 20%, trova un riscontro circa la convenienza in termini di congruità del valore della quota ceduta, nella perizia rilasciata dal dott. Lionello Ferrante, commercialista e revisore legale dei conti, nonché esperto indipendente, che nella propria relazione peritale di stima redatta anche ai sensi dell'art. 2343 del c.c. ha attribuito un valore di Euro 5.000.000 al 100% del capitale di Wealty Sa e di Euro 2.000.000 al 40% del capitale della stessa Wealty Sa.

Con riguardo al conferimento, che riguarda solo la quota del 20%, viene fissato in 0,30 Euro il prezzo delle azioni di nuova emissione a servizio del relativo aumento di capitale per Euro 1.000.000, valore

ritenuto congruo in relazione all'andamento del titolo nei 3 e 6 mesi precedenti l'operazione e al valore economico complessivamente attribuibile a WM Capital S.p.A. in relazione alla propria partecipazione del 60% in Wealty e alla testata AZ Franchising, asset che il consiglio di amministrazione stima complessivamente in Euro 3,8 milioni, cui sottraendo la posizione finanziaria netta come risultante al 30 giugno 2021 ne deriva un valore teorico dell'azione pari a Euro 0,30, in linea con il prezzo di emissione deliberato dagli amministratori.

2.5. Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione.

L'Operazione, considerandone il complessivo valore economico, è di maggiore rilevanza in quanto il suo controvalore supera la soglia del 5% rispetto all'indice di rilevanza del controvalore conformemente a quanto previsto dall'Allegato 2 del Regolamento OPC.

In particolare, l'indice di rilevanza del controvalore è stato determinato sulla base del controvalore dell'operazione rapportato alla capitalizzazione di Borsa delle azioni WM Capital al 30 giugno 2021 pari a euro 2.600.852.

L'indice di rilevanza del controvalore è risultato dunque pari al 76,9%

Salvi l'effetto del perseguimento di obiettivi strategici e i risvolti patrimoniali derivanti da operazioni di consolidamento di dati contabili, allo stato non sono stimabili effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione sul bilancio di esercizio di WM Capital.

2.6. Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della società e/o di società da questa controllate.

A seguito del perfezionamento dell'operazione non si prevede alcuna variazione dei compensi degli Amministratori operativi sia in WM Capital che in Wealty SA.

2.7. Interessi dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società nell'operazione.

Nell'ambito dell'operazione è coinvolto, quale parte correlata, il socio Fabio Pasquali, che è fratello di Antonella Pasquali membro del consiglio di amministrazione di WM Capital SpA. Si evidenzia dunque un potenziale interesse da parte di quest'ultima.

2.8. Iter di approvazione dell'Operazione.

L'opportunità di acquisire la quota del 40% di Wealty Sa, al fine di raggiungere un controllo totalitario della partecipata Wealty, attualmente controllata da WM Capital con una quota pari al 60% del capitale sociale, è stata inizialmente valutata nel corso del consiglio di amministrazione del 19 ottobre 2021.

In tale occasione il consiglio di amministrazione ebbe a dare dato mandato al Presidente di prendere contatti con il Dott. Fabio Pasquali al fine di verificare la disponibilità eventuale di quest'ultimo a vendere la propria quota in Wealty SA. Tale mandato esplorativo traeva origine dal forte interesse proveniente dal mondo economico nel settore di attività della propria partecipata svizzera e intendeva, quindi, accertare ed ottenere rassicurazioni sulla fattibilità dell'operazione di acquisto del 100% della controllata, laddove si fosse confermato il valore strategico per l'interesse della Società. Ne è seguita l'attività del Presidente, il quale, ebbe a verificare la disponibilità di massima di Fabio Pasquali a valutare la vendita della propria quota, subordinatamente all'esito di una perizia sul valore redatta da un esperto indipendente. Il Presidente ha dunque commissionato tale perizia al dott. Lionello Ferrante, commercialista e revisore legale dei conti, che in data 25 novembre 2021 ha consegnato al presidente la propria relazione peritale di stima, redatta anche ai sensi dell'articolo 234-ter, comma secondo, lettera b) del codice civile, dal momento che in fase pre-negoziale tra WM Capital, sviluppata tra il dott. Nicola Valietti e il dott. Fabio Pasquali, era emersa la possibilità di una cessione composta anche da un conferimento totale o parziale.

In data 25 novembre 2021 il Presidente ha informato l'amministratore indipendente circa la perizia del dott. Ferrante e la definizione di un'ipotesi di massima circa l'acquisizione di tale partecipazione, a seguito anche del supporto nella determinazione del valore risultante dalla suddetta relazione peritale di stima.

Nelle riunioni del 26 e 29 novembre 2021 il Consiglio di amministrazione di WM Capital, ha analizzato e esaminato l'operazione in essere anche alla luce della proposta formulata da Negma Group Ltd, già socio di WM Capital con il 15,02% che vedeva con favore lo sviluppo, tra altre attività, anche delle attività healthcare della società.

Successivamente raccolto il parere favorevole emesso dal Consigliere indipendente, che si allega al presente documento informativo, l'operazione in questione, posta tra le varie all'ordine del giorno della riunione del consiglio di amministrazione tenutasi in data 3 dicembre 2021, è stata approvata formalmente dal Consiglio di amministrazione di WM Capital.

2.9. Eventuale rilevanza dell'operazione derivante dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società.

La fattispecie descritta non è applicabile all'operazione di specie.

* * *

ALLEGATI

Allegato “A”: Parere del consigliere indipendente in materia di operazioni con parti correlate

Allegato “B”: Relazione peritale di stima del dott. Lionello Ferrante

PARERE DEL CONSIGLIERE INDIPENDENTE IN MATERIA DI OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE

(redatto ai sensi dell'art. 10 della "Procedura adottata ai sensi dell'art. 13 del Regolamento Emittenti AIM Italia" e sulla base del Regolamento Consob 17221 del 12 marzo 2010 (come successivamente modificato), approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società, da ultimo in data 3 marzo 2020.

Operazione rappresentata dall'acquisizione del 40% delle azioni della società controllata svizzera Wealty SA detenute dal Dott. Fabio Pasquali

*Ai Signori membri del Consiglio di Amministrazione
Ai Signori membri del Collegio Sindacale*

Egregi Signori,

in conformità a quanto stabilito dall'articolo 10 della procedura adottata ai sensi dell'art. 13 del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan, nella versione attuale approvata dal consiglio di amministrazione di WM Capital S.p.A. (di seguito, anche "WM Capital" o la "Società") da ultimo in data 3 marzo 2020 e sulla base del Regolamento Consob 17221 del 12 marzo 2010 (come successivamente modificato), il Consigliere indipendente è chiamato a esprimere un parere sull'operazione rappresentata dall'acquisizione del 40% delle azioni della società controllata svizzera Wealty SA, partecipazione detenuta dal sig. Fabio Pasquali, attualmente socio di WM Capital S.p.A. con il 15,39% delle azioni, amministratore di Wealty SA nonché fratello dell'amministratore di WM Capital S.p.A., Dott.ssa Antonella Pasquali.

L'operazione, di maggior rilevanza e con parte correlata, comporterebbe il controllo del 100% del capitale della controllata Wealty SA, da parte di WM Capital.

La finalità del presente parere, che assolve unicamente alle funzioni previste dalla Procedura, è di fornire al Consiglio di Amministrazione un supporto nella valutazione che gli amministratori dovranno compiere in piena autonomia in merito all'operazione oggetto del parere stesso.

1. Descrizione dell'operazione

Il presente parere riguarda il tema dell'adeguatezza dell'operazione in oggetto, affrontato prendendo in esame in particolare i profili dell'interesse da parte della società, della convenienza a compiere l'operazione e della correttezza sostanziale e procedurale della stessa.

L'operazione in questione, pur non essendo in senso stretto rientrante tra quelle previste dal citato Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan e dalla relativa procedura approvata dalla Società, è stata trattata come operazione con parte correlata in ragione di una serie di elementi, consistenti: (i) nella posizione del dott. Fabio Pasquali, in qualità di socio rilevante di WM Capital e socio ed amministratore di Wealty SA; (ii) nella relazione di parentela del dott. Fabio Pasquali con l'amministratore di WM Capital, dott.ssa Antonella Pasquali, che più specificamente è sua sorella.

L'operazione, inoltre, considerandone il complessivo valore economico, si configura come operazione di maggiore rilevanza ed è dunque stata trattata come operazione con parti correlate di "maggiore rilevanza" ai sensi della Procedura OPC, in quanto in termini di valore della partecipazione oggetto di cessione e di corrispettivo pattuito si supera l'indice di rilevanza applicabile del Controvalore, sulla base delle grandezze riportate al successivo paragrafo 4.

2. I documenti acquisiti

Ai fini dell'espressione del presente parere, sono stati presi in esame i seguenti documenti:

- Documentazione in merito alla costituzione di Wealty SA, nella fattispecie i documenti:
 - Relazione sulla Costituzione (art. 635 CO)
 - Relazione del Revisore Indipendente sulla costituzione (art 635a CO) della Wealty SA.
- Business Plan Wealty per gli anni 2022-2026
- Relazione di stima del valore di Wealty Sa redatta dal dott. Lionello Ferrante, esperto indipendente
- Relazione del consiglio di amministrazione resa ai sensi dell'art. 2441 c.c.
- Presa d'atto e *letter opinion* della Società di revisione Audirevi S.p.A. su una prima relazione del consiglio di amministrazione resa ai sensi dell'art. 2441 c.c. approvata in data 29 novembre 2021
- Bozza di contratto quadro tra WM Capital e il dott. Fabio Pasquali

3. Le Attività svolte dal Consigliere indipendente

Si premette che il consigliere indipendente, nella persona dell'Avv. Manlio Filippo Zampetti, è stato nominato in data 23 aprile 2019 dall'Assemblea ordinaria dei soci di WM Capital S.p.A.

Tra la fine del 2020 e l'inizio del 2021 il consigliere indipendente Avv. Manlio Filippo Zampetti ha visionato tutta la documentazione inerente alla costituzione di Wealty SA, arrivando a formulare, in data 20 gennaio 2021, un parere favorevole sulla costituzione della stessa, in quanto operazione adeguata dal punto di vista economico, nonché conveniente e strategica per la società WM Capital S.p.A.

In seguito alla costituzione di Wealty SA, avvenuta in data 9 marzo 2021, il consigliere indipendente Avv. Manlio Filippo Zampetti ha visionato tutta la documentazione costitutiva e partecipato a tutte le riunioni del Consiglio di Amministrazione della controllante WM Capital S.p.A.

In occasione del Consiglio di Amministrazione di WM Capital S.p.A. tenutosi in data 19 ottobre 2021, la Società ha dato mandato al Presidente di prendere contatti con il Dott. Fabio Pasquali al fine di verificare la disponibilità eventuale di quest'ultimo a vendere la propria quota in Wealty SA. Tale mandato esplorativo traeva origine dal forte interesse proveniente dal mondo economico nel settore di attività della propria partecipata svizzera ed intendeva, quindi, accertare ed ottenere rassicurazioni sulla fattibilità dell'operazione di acquisto del 100% della controllata, laddove si fosse reso necessario e strategico per l'interesse della Società agire in tal senso.

In data 25 novembre 2021 il sottoscritto è stato informato dal Presidente del raggiungimento di un accordo di massima circa l'acquisizione di tale partecipazione, a seguito anche del supporto nella determinazione del valore risultante dalla relazione peritale di stima del dott. Lionello Ferrante, il quale ha formulato la propria valutazione anche ai sensi dell'art. 2443 ter del Codice civile in materia di conferimento.

Nelle riunioni del 26 e 29 novembre 2021 il Consiglio di amministrazione di WM Capital ha analizzato e esaminato l'operazione in essere; all'ordine del giorno della riunione che è stata convocata per il giorno 3 dicembre 2021 risulta posta la formale e definitiva approvazione della relazione resa ai sensi del disposto dell'art. 2441 commi quarto, quinto e sesto, ponendosi l'operazione in continuità e nel contesto di una più ampia manovra che vede un possibile complessivo aumento di capitale fino a un valore teorico di 60 milioni di euro, a sostegno dello sviluppo e della crescita della Società sia nel settore healthcare che in quello del lusso e di altri settori.

L'acquisizione di Wealthy costituisce per la Società uno degli elementi principali all'interno di un piano di acquisizioni molto più esteso, proposto dal socio Negma Group Ltd, che a supporto dello stesso si è impegnato a sottoscrivere la quota di sua pertinenza di un aumento offerto ai soci nonché la sottoscrizione a chiamata di un prestito obbligazionario convertibile con warrant. Per realizzare detto piano la Società si accinge a richiedere un aumento di capitale finanziato mediante 3 diversi strumenti: un prestito obbligazionario convertibile con tranches emesse da Negma Group Ltd, un aumento di capitale rivolto ai soci, un aumento di capitale riservato da attuarsi mediante conferimento di asset, costituiti sia da Wealthy SA sia da altri asset da individuarsi.

L'acquisizione del 40% di Wealthy sarà dunque coperta per la metà attraverso il ricorso al prestito obbligazionario convertibile e per l'altra metà attraverso il conferimento di una quota del 20% che il Dott. Fabio Pasquali si accinge ad apportare in cambio di azioni della Società. Entrambe le operazioni, nella bozza di contratto quadro che prevede la compravendita di una quota pari al 20% e della ulteriore quota pari al 20%, sono condizionate rispettivamente al reperimento effettivo delle risorse finanziarie necessarie con la sottoscrizione di almeno una tranches del prestito obbligazionario, e all'approvazione della deliberazione di aumento di capitale con conferimento della quota stessa riservato al dott. Fabio Pasquali.

Relativamente a questo punto la relazione degli amministratori riporta sia le motivazioni a supporto dell'esclusione del diritto di opzione sia la determinazione del criterio di emissione delle azioni in ragione del conferimento in natura che il meccanismo mobile di determinazione di prezzo di esercizio dei warrant associato a tale conferimento.

4. Calcolo del controvalore

In riferimento all'indice del Controvalore, lo stesso è pari al 76,9% e costituisce il risultato del rapporto tra il controvalore stabilito dell'operazione, pari a euro 2.000.000, oltre al valore dei warrant (allo stato, non quantificabile), sulla capitalizzazione di Borsa al 30.06.2021, pari ad euro 2.600.852, il cui valore risultava superiore al patrimonio netto della società in pari data.

5. Le valutazioni del Consigliere indipendente in ordine all'operazione e le motivazioni alla base del parere

L'operazione si pone in sostanziale continuità con l'obiettivo strategico delineato all'inizio del 2021 con la costituzione di Wealty SA. La società controllata svizzera è stabilita a Lugano (CH), via Nassa, 31, ove ha la propria sede legale ed operativa. Essa svolge attività in ambito healthcare volte alla ricerca e sviluppo, testing e prototipazione, commercializzazione di Box della salute e le sue soluzioni derivate. Nell'oggetto sociale di Wealty SA vi è anche lo sviluppo di sistemi a rete, attività che, coniugata al mondo healthcare e a quello della salute e del benessere in generale, rappresenta un asset strategico per la società svizzera, in possesso anche del format *Dr. Fleming* e relativi marchi.

Gli sviluppi recenti, in conseguenza della pandemia da Covid-19, rendono indispensabili sia ausili di prevenzione e monitoraggio che integrano telemedicina e nuove tecnologie, sia una maggior attenzione al benessere umano che passa attraverso alimentazione e life style. Trattasi di aree presidiate da Wealty SA e di notevole interesse per WM Capital, che con l'operazione di acquisizione del 40% delle quote restanti di Wealty è oggi pronta, controllando la propria partecipata al 100%, a focalizzare la propria attenzione su tali settori, sul mercato svizzero e su quello internazionale, considerate anche le evoluzioni del rapporto con la società Unicheck.

Wealty Sa, infatti, opera in ambito B2B, commercialmente focalizzata alla ricerca di partner nazionali ed internazionali di ampio respiro, per uno sviluppo su ampia scala di Box della Salute e sue derivazioni, ma anche attenta a valorizzare gli altri asset posseduti con particolare attenzione ai sistemi a rete applicati al settore del benessere in senso lato.

L'operazione, quindi, va a completare un percorso, iniziato con la costituzione di Wealty SA inizialmente posseduta al 60% (sulla convenienza dell'operazione si richiama il contenuto del precedente parere formulato dal Consigliere indipendente all'epoca). Ciò va ulteriormente a rafforzare gli obiettivi strategici e gli scopi sociali di WM Capital S.p.A., che sono sempre stati messi al centro del progetto imprenditoriale della stessa sin dalla sua quotazione.

Tali scopi risultano oggi concentrati in Wealty SA che, per la sua collocazione geografica, per il know-how, i brevetti e gli asset posseduti, può presidiare un'area di business in forte sviluppo, ad alto contenuto tecnologico e caratterizzata dalla necessità di expertise e sistemi integrati.

L'operazione di acquisizione delle quote detenute dal Dott. Fabio Pasquali risulta, pertanto, funzionale e strumentale rispetto agli obiettivi strategici della società, come più volte definiti dal C.d.A. e quindi di evidente ed indubbio interesse della società stessa anche alla luce della formale dichiarazione pervenuta da Negma Group Ltd circa l'opportunità di consolidare in un controllo totalitario la partecipazione nella società Wealty SA, così da poterla gestire in piena autonomia e flessibilità, e risulta condizione di fattibilità dell'operazione stessa.

Con riguardo alla convenienza dell'operazione, si sottolinea che il valore dell'operazione è allineato a quello periziato in data 25/11/2021 dal dott. Lionello Ferrante. Tale perizia, che è emessa anche ai fini della determinazione del valore del bene conferito ai sensi dell'art. 2343 ter del Codice civile, attribuisce infatti a Wealty SA una valutazione complessiva di euro 5 milioni, di qui il valore di euro 2.000.000 per la quota del 40% che WM Capital si appresta ad acquisire. Con riguardo al conferimento, altresì, deve ritenersi congruo anche il prezzo di emissione delle azioni, che risulta determinato in euro 0,30 per azione, sulla base della media dell'ultimo trimestre e dell'ultimo semestre

dei prezzi di quotazione, nonché superiore al valore contabile del patrimonio netto per azioni e allineato con il valore economico per azione tenuto conto degli asset all'attivo. Il corrispettivo dovuto al Dott. Fabio Pasquali in termini di prezzo e valore delle azioni a lui attribuite appare dunque congruo e di convenienza per la società, anche tenuto conto dei warrant che verranno assegnati insieme alle azioni diretti a compensare il rischio circa un eventuale sfavorevole andamento della quotazione delle azioni.

La bozza di contratto appare in linea con gli standard per le operazioni similari di mercato aventi medesima natura, anche tenuto conto che attualmente WM Capital è già socio di maggioranza di Wealty SA ed esprime nell'organo esecutivo uno dei due amministratori nominati.

6. Le conclusioni

- (i) Alla luce di quanto precede, dopo una istruttoria completa e approfondita
- (ii) Valutati i documenti e le informazioni necessarie, ricevuti tempestivamente

* * *

Il Consigliere indipendente esprime parere favorevole allo svolgimento dell'operazione in quanto ritenuta di interesse nonché conveniente dal punto di vista economico per la società WM Capital S.p.A. nonché rispondente ai criteri di correttezza sostanziale e procedurale previsti dalla procedura per le operazioni con parti correlate.

Bergamo, 3 dicembre 2021

Avv. Manlio Filippo Zampetti



**RELAZIONE PERITALE DI STIMA AI SENSI
DELL'ART. 2343 C.C. DELLA SOCIETÀ
WEALTY SA**

1	INTRODUZIONE	4
1.1	Premessa	4
1.2	Finalità e oggetto dell'incarico	4
1.3	Quadro normativo di riferimento	6
1.4	Documentazione esaminata	9
1.5	Data di riferimento della stima	10
1.6	Ipotesi e limiti del presente incarico	10
1.7	Contesto e causa di riferimento	14
2	METODOLOGIA DI VALUTAZIONE	19
2.1	Assumption Generali	20
3	Criteri di Valutazione	21
3.1	Metodo Patrimoniale	21
3.2	I Metodi Redditali	22
3.3	Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale	23
3.4	Metodo finanziario (DCF)	24
3.5	Metodo EVA (Economic Value Added)	27
4	Piano previsionale	28
4.1	Dati economici	30
4.2	Dati patrimoniali	32
4.2.1	Ratios	32
4.3	Stato Patrimoniale Riclassificato	34
4.3.1	Stato Patrimoniale liquidità esigibilità	34
4.3.2	Stato Patrimoniale gestionale	35
4.3.3	Stato Patrimoniale liquidità esigibilità	36
4.4	Conto Economico Riclassificato	38
4.4.1	Conto Economico a valore aggiunto	38
4.4.2	Analisi principali dati economici	39
4.5	Rendiconto Finanziario	40
4.5.1	Analisi Cash Flow	41
4.5.2	Andamento Cash Flow	41
5	Procedure Operative di Valutazione	43
5.1	Valutazione con il Metodo Patrimoniale	43
5.1.1	Valore dell'azienda con il metodo patrimoniale	45
5.2	Valutazione con i Metodi Redditali	46

5.2.1	Determinazione del costo del capitale (Ke)	47
5.2.2	Metodo della rendita a durata infinita	47
5.2.3	Metodo della rendita perpetua	47
5.2.4	Metodo reddituale complesso	48
5.3	Valutazione con il Metodo Misto Patrimoniale - Reddituale	48
5.4	Valutazione con il Metodo EVA	49
5.4.1	Valore dell'azienda	49
5.5	Valutazione Con Il Metodo Finanziario del Discounted Cash-Flow	50
5.5.1	Stima del WACC	50
5.5.2	Valore dell'Azienda	52
6	Conclusioni	53
6.1	Valutazione dell'azienda Wealty SA	53

1 INTRODUZIONE

1.1 Premessa

In seguito all'assegnazione d'incarico professionale da parte del Consiglio di Amministrazione della Società WM Capital S.p.A. con sede legale in Milano alla Cusani n.10 iscritta al Registro delle Imprese di Milano al numero 13077530155 ed al Repertorio Economico Amministrativo (REA) della CCIAA di Milano al numero 1615878 (in seguito indicati congiuntamente anche come WM), lo stesso ha individuato nello Studio Dott. Lionello Ferrante con sede in Roma alla Via Giunio Bazzone, 15 in persona del Dott. Lionello Ferrante iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Roma al num. AA_001357 e Revisore Legale iscritto al Registro dei Revisori Legali istituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze al num. 23148 (in seguito indicati congiuntamente anche come Studio), quale esperto incaricato di svolgere la relazione di stima del capitale economico della società Wealty SA con sede legale in Lugano (Svizzera) alla Via Nassa 31, numero di iscrizione CHE-434.014.657 al Registro di Commercio del Canton Ticino (Svizzera) (in seguito indicata congiuntamente anche come Società).

La presente relazione, rappresenta il risultato dell'assolvimento di detto incarico in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione della suddetta Società ed il soggetto relatore, come sopra specificato, dichiara di non avere alcun interesse nella stima che è stato chiamato ad eseguire, né di occupare posizioni di conflitto che possano mettere in dubbio il suo grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

1.2 Finalità e oggetto dell'incarico

L'incarico ha per oggetto la valutazione della Società Wealty SA, come sopra specificata. Al 31/10/2021 il capitale sociale di Wealty SA, pari a Franchi Svizzeri 1.168.000, risulta così ripartito: WM Capital S.p.A. 60%; Fabio Pasquali 40%. Inoltre, così come risultante dai documenti sulla costituzione, il capitale sociale è frutto di conferimenti apportati dagli attuali azionisti della Società, come risultante dalla relazione sulla costituzione di Wealty Sa. Trattasi essenzialmente di 4 marchi e una domanda di brevetto per la parte apportata da WM Capital, conferiti per un valore complessivo di Franchi Svizzeri 700.800; e di due marchi e una domanda di brevetto per la parte apportata da Fabio Pasquali, conferiti per un valore complessivo di Franchi Svizzeri 453.184. A Fabio Pasquali è, inoltre, attribuito un conferimento in denaro in sede di costituzione pari a Franchi Svizzeri 14.016. Il valore dei conferimenti in natura è stato asseverato dalla relazione del dott. Fabrizio Caruso, perito revisore abilitato, in data 08 marzo 2021. La data di costituzione della Società risulta essere l'8 marzo 2021 (rogito no.234 del Notaio Avv. Andrea Valsangiacomo), mentre la data effettiva di registrazione presso l'Ufficio del

registro di commercio del Cantone Ticino al numero d'ordine CHE-434.014.657 risulta essere il 9 marzo 2021.

La presente stima è finalizzata a desumere il valore attuale del 100% del capitale della Società partecipata da WM Capital. Da tale stima, per sottrazione emergerà il valore attribuibile al 60% ed al 40%. Non verrà pertanto valorizzato l'ipotetico valore di controllo attribuibile alla quota maggioritaria.

La presente stima potrà quindi anche essere utilizzata per determinare un eventuale valore di conferimento della totalità della partecipazione, piuttosto di una quota della stessa. Nella fattispecie la relazione peritale di stima è funzionale anche per un'eventuale operazione di conferimento in aderenza al disposto dell'art. 2343 c.c..

A tal proposito lo scrivente, raccolti i dati necessari, identificati gli elementi oggetto di conferimento ed esperite le opportune indagini, ha descritto nella presente relazione i beni, i diritti e le obbligazioni costituenti il conferimento in esame, ha illustrato i criteri metodologici adottati nella stima ed ha attribuito al totale della partecipazione, quindi, al totale del capitale di Wealty Sa il valore esposto nel paragrafo conclusivo.

In considerazione degli scopi che le disposizioni di legge intendono perseguire, ossia evitare che, attraverso una sopravvalutazione del complesso dei beni, il patrimonio della società, unica garanzia dei terzi creditori trattandosi di società anonima di diritto svizzero con il capitale rappresentato da azioni, ne risulti artificiosamente alterato, la presente stima ha come obiettivo l'individuazione del valore generale del complesso dei beni organizzati. Al riguardo risulta opportuno sottolineare che per valore generale (o valore economico, o valore corrente teorico) si intende quel valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale economico di un'azienda, valore che può essere negoziato fra compratore e venditore in condizioni di assoluta libertà di agire ed in possesso di un ragionevole grado di conoscenza delle condizioni di mercato e dei fatti rilevanti connessi all'oggetto della negoziazione. Detto valore rappresenta, quindi, un'opinione, sostanzialmente razionale e dimostrabile, connessa all'interpretazione di una realtà complessa. Il valore generale si discosta dal valore soggettivo in funzione delle prospettive e dell'utilità per una delle parti, mentre la nozione di prezzo si differenzia da quella di valore soggettivo e quindi di valore generale, in considerazione dei fenomeni contingenti in relazione alla domanda ed all'offerta nonché alle motivazioni delle controparti ed alla forza negoziale delle stesse.

L'oggetto della presente valutazione riguarda, pertanto, il valore complessivo totalitario di Wealty SA e di converso sia della partecipazione attualmente detenuta da WM Capital S.p.A. che di quella detenuta da Fabio Pasquali, non considerando gli effetti derivanti da eventuali premi di controllo attribuibili a questa o quella parte.

Wealty SA, costituita nel 2021, è il frutto di un lungo percorso di studi, ricerche ed analisi nel settore merceologico dei servizi di carattere farmaceutico - sanitario, intrapresi sin dal 2013 dalla stessa attuale controllante WM e trasformati negli anni essenzialmente in un Format della Salute ed in un dispositivo multidiagnostico denominato Box della Salute e nelle sue derivazioni, alcune di esse dotate di una fondamentale componente tecnologica che ne caratterizza il funzionamento.

Tali attività di analisi, sperimentazione e ricerca e sviluppo sono confluite in asset di natura immateriale che hanno subito un progressivo upgrade nei vari passaggi societari di cui sono stati oggetto, fino alla recente relazione di stima in sede di costituzione della Società Wealty.

Ulteriori dettagli su Format della Salute e Box della Salute saranno espressi nel prosieguo della trattazione.

L'attività caratteristica della WM riguarda la promozione della crescita delle imprese attraverso lo sviluppo di sistemi di affiliazione (franchising), conferendo know-how industriale e operativo e mettendo a disposizione un network qualificato e internazionale in tutte le fasi di sviluppo che riguardano lo studio, la progettazione e la realizzazione di reti nel settore farmaceutico. Questo sistema di distribuzione consiste in una affiliazione commerciale basata sullo sviluppo di una collaborazione tra un'impresa che rende disponibili servizi (franchisor) ed un'altra impresa che intende vendere tali prodotti (franchisee). Le caratteristiche distintive di un'azienda che adotta lo schema franchising sono la sua unicità, l'elevata standardizzazione di prodotti e processi e la conseguente replicabilità del modello di business adottato. La contemporanea presenza di queste tre caratteristiche è sintetizzabile con il termine Business Format Franchising.

Nella fattispecie in esame la Società svolge, relativamente al Format della Salute, la sua attività caratteristica di sviluppo di sistemi di affiliazione nel settore specifico ed esclusivo del farmaceutico - sanitario attraverso un innovativo format basato sui servizi per la salute e la cura della persona, mentre relativamente al dispositivo multidiagnostico Box della Salute e suoi prodotti derivati, la Società utilizza anche il licensing come forma commerciale in grado di incrementare le vendite riducendo il rischio finanziario direttamente associabile.

Tornando alla finalità del presente documento la stima del valore economico della Società è finalizzata ad una rappresentazione prudentiale del valore del complesso dei beni oggetto di partecipazione, di conseguenza, del valore di carico di partecipazione, così che l'ammontare del capitale sociale della società potrà essere perfezionato per valori che riflettono la cautela insita del criterio di stima adottato. Come sarà più puntualmente descritto nel proseguo, sono state utilizzate diverse metodologie al fine di determinare una griglia di valori entro i quali potrebbe ragionevolmente collocarsi il corrispettivo della cessione del 100% della Società in una transazione libera e tra parti indipendenti.

La presente relazione è valida solo in relazione ai dati ottenuti e non potrà essere utilizzata per motivi diversi ed in contesti diversi da quelli testé indicati se non con il consenso scritto del sottoscritto perito.

1.3 Quadro normativo di riferimento

La perizia di stima per la quale il sottoscritto Perito è stato designato viene redatta per la finalità di garanzia prevista dall'art. 2343 del codice civile (stima dei conferimenti di beni in natura e di crediti) che testualmente recita:

Chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto designato dal tribunale nel cui circondario ha sede la società, contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all'atto costitutivo.

L'esperto risponde dei danni causati alla società, ai soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'articolo 64 del codice di procedura civile.

Gli amministratori devono, nel termine di centottanta giorni dalla iscrizione della società, controllare le valutazioni contenute nella relazione indicata nel primo comma e, se sussistano fondati motivi, devono procedere alla revisione della stima. Fino a quando le valutazioni non sono state controllate, le azioni corrispondenti ai conferimenti sono inalienabili e devono restare depositate presso la società.

Se risulta che il valore dei beni o dei crediti conferiti era inferiore di oltre un quinto a quello per cui avvenne il conferimento, la società deve proporzionalmente ridurre il capitale sociale, annullando le azioni che risultano scoperte. Tuttavia, il socio conferente può versare la differenza in danaro o recedere dalla società; il socio recedente ha diritto alla restituzione del conferimento, qualora sia possibile in tutto o in parte in natura. L'atto costitutivo può prevedere, salvo in ogni caso quanto disposto dal quinto comma dell'articolo 2346, che per effetto dell'annullamento delle azioni disposto nel presente comma si determini una loro diversa ripartizione tra i soci.

Le relazioni di stima di cui sopra ha la finalità di tutelare interessi diversificati e contrapposti, verso i quali, per effetto del combinato disposto degli artt. 2343 secondo comma e 2465 ultimo comma, c.c., è chiamato a rispondere secondo i dettami dell'art. 64 c.p.c..

Le descritte tutele sono rappresentate nello specifico da:

- Interesse della società conferitaria;
- Interesse dei creditori della società conferitaria ad evitare l'annacquamento del capitale sociale con conseguente dissimulata restrizione delle garanzie sulle quali possono fare affidamento i terzi;
- Interesse dei terzi in genere, intesi come soggetti direttamente interagenti con il comportamento dell'esperto;
- Nonché, seppur non espressamente previsto dalla norma, l'interesse del conferente di non subire un ingiustificato deprezzamento dell'oggetto del conferimento e conseguentemente del valore della partecipazione conseguita nella conferitaria.

Detto ciò, appare evidente che il lavoro a cui è chiamato l'esperto è quello di tutelare interessi tra loro divergenti e pertanto risulta di fondamentale importanza l'individuazione di un valore obiettivo che prescindendo dalla considerazione degli interessi di causa.

Nel caso previsto dall'art. 2343 c.c., si tratta di pervenire ad una stima quanto più possibile astratta, nel senso che prescinda da interessi particolari, razionale, condivisibile ed obiettiva.

Sulla base dei principi precedentemente espressi, l'esperto nella scelta metodologica deve:

- a) Utilizzare criteri che conducono a risultati quanto più possibile oggettivi, considerando l'azienda in modo indipendente dal soggetto che risulta titolare della stessa, nell'ottica della continuità dell'esercizio d'impresa;
- b) Non utilizzare metodi che possano determinare il valore dell'azienda in funzione di scelte soggettive degli organi della società conferente o della società conferitaria;
- c) Ispirarsi alla funzione di garanzia connessa alle valutazioni di cui agli artt. 2343 e 2440 c.c., utilizzando nella scelta del metodo quello che porta alla maggiore oggettività del giudizio.

La presente relazione di stima redatta ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343, primo comma, codice civile, tenuto conto della finalità che intendono perseguire i soggetti interessati all'operazione tiene conto del dettato normativo dell'art. 2441, quarto e sesto comma, codice civile (Diritto di opzione) che testualmente recita:

[...] Il diritto di opzione non spetta per le azioni di nuova emissione che, secondo la deliberazione di aumento del capitale, devono essere liberate mediante conferimenti in natura. Nelle società con azioni quotate in mercati regolamentati lo statuto può altresì escludere il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni e ciò sia confermato in apposita relazione da un revisore legale o da una società di revisione legale.

Quando l'interesse della società lo esige, il diritto di opzione può essere escluso o limitato con la deliberazione di aumento di capitale. [, approvata da tanti soci che rappresentino oltre la metà del capitale sociale, anche se la deliberazione è presa in assemblea di convocazione successiva alla prima.]

Le proposte di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, ai sensi del primo periodo del quarto comma o del quinto comma del presente articolo, devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione, dalla quale devono risultare le ragioni dell'esclusione o della limitazione, ovvero, qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo e in ogni caso i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione. La relazione deve essere comunicata dagli amministratori al collegio sindacale o al consiglio di sorveglianza e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea. Entro quindici giorni il collegio sindacale deve esprimere il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni. Il parere del collegio sindacale e, nell'ipotesi prevista dal quarto comma, la relazione giurata dell'esperto designato dal Tribunale ovvero la documentazione indicata dall'articolo 2343-ter, terzo comma, devono restare depositati nella sede della società durante i quindici giorni che

precedono l'assemblea e finché questa non abbia deliberato; i soci possono prenderne visione. La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre.

1.4 Documentazione esaminata

Nello svolgimento del presente lavoro abbiamo ottenuto dai soci e dal CdA della Società i documenti e le informazioni ritenute utili ai fini del presente incarico ed abbiamo eseguito quindi le verifiche ritenute necessarie nella fattispecie sulla base degli elementi informativi qui sotto richiamati. A tal fine sono state organizzate riunioni di lavoro con la proprietà in cui sono stati richiesti ed esaminati i documenti di carattere generale necessari a conoscere le singole fasi del ciclo economico e finanziario, nonché la documentazione amministrativa/contabile specifica relativa alle singole componenti di costo e di ricavo. Sono inoltre state eseguite verifiche sui dati contabili per accertare l'esistenza dei suddetti beni in natura. In ultima analisi, sono state considerate anche le informazioni di carattere generale assunte con riferimento alla sua storia, la sua attività, le caratteristiche del settore nel quale ha operato ed opera nonché dell'ambito competitivo passato ed attuale.

La presente valutazione è basata principalmente sulla documentazione acquisita ed elencata e sulle informazioni acquisite nel corso di colloqui intercorsi con la proprietà, pertanto la bontà delle conclusioni ottenute in sede di valutazione si fonda sulla precisione dei dati, delle informazioni e dei documenti di seguito citati:

- Documenti sulla costituzione della Società
- Informazioni contabili e societarie
- Visura camerale aggiornata al 31 ottobre 2021
- Individuazione della società oggetto di valutazione con gli elementi essenziali riguardanti la compagine sociale, l'attività svolta, ecc., nonché cenni storici che hanno portato alla costituzione della stessa
- Sintesi delle principali condizioni di finanziamento (mutui) di cui è oggetto la Società
- Descrizione della situazione produttiva e organizzativa della società
- Business Plan 2022-2026
- Contratto di utilizzo software a scopi commerciali con fornitore svizzero
- MoU di collaborazione e fornitura con importante partner internazionale con filiale in Italia
- Mappa dei rischi
- Mappa dei competitors (A)
- Analisi competitors (B)
- Analisi funzionalità (C)
- Confronto funzionalità (D)

- Analisi del mercato di riferimento

1.5 Data di riferimento della stima

Ai fini della determinazione del valore economico d'azienda in oggetto e della predisposizione della presente relazione la data di riferimento della predetta perizia di stima è il 31 ottobre 2021.

1.6 Ipotesi e limiti del presente incarico

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretati alla luce delle seguenti ipotesi e limitazioni:

- a) i beni sono stati valutati in condizione di autonomia (stand alone) ed in ipotesi di continuità aziendale (going concern);
- b) la valutazione è effettuata alla luce di elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e sulla base di informazioni economiche e di mercato disponibili alla data di predisposizione della relazione di stima. Non si è tenuto conto della possibilità di verificarsi di eventi esterni di natura straordinaria o non prevedibile;
- c) tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento del presente incarico sono state fornite direttamente dai soci, i quali sono pertanto responsabili della veridicità, accuratezza e completezza delle stesse, comportando le nostre attività unicamente un'analisi di ragionevolezza delle suddette informazioni. Abbiamo ottenuto da parte dei soci una lettera di attestazione relativa ai dati, alle informazioni ed alle ipotesi rilevanti, sulla base delle quali abbiamo svolto le nostre analisi;
- d) la valutazione è stata effettuata esclusivamente ai fini dell'operazione sopra descritta, pertanto l'entità pervenuta deve essere considerata nell'accezione indicata nei Principi contabili OIC_IAS/IFRS_CNDEC e tenuto conto delle esigenze cautelative prescritte dal fattore dinamico in rapporto al valore d'uso, il valore risultante non può essere assunto per finalità diverse da quelle del presente incarico;
- e) la metodologia adottata si basa soprattutto su una serie di indagini tecniche e comparative che costituiscono il fondamento della relazione peritale, quindi la perizia rappresenta solo un atto formale di trasmissione scritta delle risultanze ottenute.

Nella metodologia di formulazione e redazione della perizia di beni da iscrivere come nel caso di specie, la prima fase da relazionare è quella dell'identificazione, ovvero della descrizione dettagliata di tutte le informazioni assunte e delle risultanze acquisite.

Nei modelli di valutazione assoluta (che determinano il valore degli asset in base ai flussi finanziari o reddituali futuri) la discrezionalità può riguardare, in particolare:

- le proiezioni sulle principali variabili economico-patrimoniale incorporate nel modello (la discrezionalità può essere contenuta facendo in parte riferimento alle stime di un business plan elaborato dalla società);
- i parametri utilizzati nel modello (free risk rate, equity risk premium, beta, se si fa ricorso al Capital Asset Pricing Model - CAPM). Oltre alla ragionevolezza delle ipotesi sull'evoluzione del business, chi esamina la valutazione dovrebbe controllare anche la coerenza logica delle key assumptions del modello, quali ad esempio:
 - i tassi di crescita del fatturato stimati e l'aderenza degli investimenti al livello necessario a sostenere tale sviluppo;
 - le modalità di calcolo del valore terminale, che spesso rappresenta una frazione consistente del valore complessivo emergente dall'applicazione dei metodi finanziari.

Gli errori possono riguardare:

- le assumptions di base adottate nello sviluppo del modello di valutazione;
- la discrezionalità e l'incoerenza nell'utilizzo dei parametri,
- le modalità applicative delle formule, specie con riguardo al terminal value.

Il valore intrinseco degli asset che generano flussi finanziari si determina in funzione del livello dei futuri cash flow attesi, tenendo conto dell'incertezza riguardo alla loro effettiva realizzazione. La valutazione basata sullo sconto dei cash flow futuri attesi (attualizzati a un tasso che rifletta il rischio associato all'investimento) è lo strumento principale e più utilizzato di stima del valore intrinseco di un bene azienda. Il procedimento di stima del valore è quindi naturalmente soggetto a ipotesi e approssimazioni, sia con riguardo alla determinazione dei flussi finanziari, che all'individuazione dei tassi di attualizzazione da adottare per scontare i cash flow stimati.

Quanto invece ai tassi di attualizzazione dei flussi, segnaliamo una serie di criticità e di opzioni metodologiche, che vanno valutate attentamente per verificare la coerenza e la ragionevolezza delle ipotesi adottate. Concentreremo l'attenzione solo sul Capital Asset Pricing Model (CAPM) e sui suoi fattori costitutivi (Free Risk Rate - FRR, Equity Risk Premium - ERP, Beta). Il postulato di base del CAPM è che i flussi finanziari futuri attesi debbano essere scontati a un tasso che rifletta le attese di remunerazione degli shareholders. Gli investitori, essendo razionali, richiederanno un premio (Equity Risk Premium - ERP) per l'impiego di risorse sul mercato azionario, rispetto ai ritorni sulle attività prive di rischio. Il premio complessivo dovrà riflettere anche una componente collegata alla rischiosità sistematica dell'azienda oggetto di valutazione, rappresentata nel modello dal Beta (ovvero dal coefficiente di regressione che esplicita in che misura il movimento di mercato del prezzo del titolo tende ad amplificare o a smorzare la volatilità generale di mercato). L'Equity Risk Premium è la componente che rimane dopo che l'investitore ha eliminato il rischio specifico del singolo titolo attraverso la diversificazione. Ovviamente, per rispettare il principio di coerenza tra flussi finanziari e tassi di attualizzazione, è necessario che i due parametri risultino omogenei anche con riguardo:

- alla valuta di denominazione;
- alla tipologia (nominali o reali).

I tassi di attualizzazione applicati ai flussi finanziari generati da investimenti più rischiosi (ovvero caratterizzati da maggiore erraticità/minore visibilità dei cash flow attesi) dovranno incorporare premi per il rischio più elevati.

L'adozione del CAPM per misurare il costo del capitale azionario implica quindi la stima puntuale di tre parametri:

Il Free Risk Rate (FRR).

Il tasso di rendimento Free Risk. dovrebbe presentare alcune caratteristiche di base:

- a) uguaglianza tra rendimenti reali e attesi;
- b) assenza di rischi di default e di reinvestimento;

Esso sembrerebbe quindi associabile al ritorno su un investimento in titoli governativi zero coupon a breve scadenza. In realtà l'orizzonte temporale delle valutazioni aziendali è assunto come infinito (in base all'ongoing concern principle) e, per coerenza, pare opportuno fare riferimento a rendimenti di medio-lungo periodo. E' desiderabile una coerenza tra l'orizzonte temporale della stima dei flussi finanziari e la scadenza del titolo risk free utilizzato come benchmark per il calcolo del tasso. Normalmente si utilizzano proiezioni finanziarie della durata di almeno dieci anni (3-4 anni di previsione esplicita e una convergenza inerziale al tasso di crescita di medio-lungo periodo, per i successivi 6-7 anni). Di conseguenza è ormai invalsa la prassi operativa di adottare, come approssimazione del free risk rate, il rendimento lordo dei titoli di Stato decennali (tasso benchmark). Il tasso decennale su titoli governativi presenta anche il vantaggio, rispetto a titoli di ancora più lunga scadenza (come le obbligazioni trentennali), di una maggiore liquidità e di una minore sensibilità alle variazioni delle aspettative sul trend del tasso di inflazione.

- L'Equity Risk Premium (ERP).

Il premio per il rischio di mercato (anche definito come Market Risk Premium - MRP) rappresenta la quota di rendimento differenziale che l'investitore razionale richiede per l'investimento in titoli con un livello di rischio superiore rispetto ai titoli free risk. In sostanza, inquadrato nella teoria di Sharpe - Markowitz, esso riflette il differenziale tra il rendimento atteso sul portafoglio di mercato $E(R_M)$ e il Free Risk Rate, attraverso la sua misurazione alternativamente dell'historical o dell'implied risk premium.

- Il coefficiente $\beta \geq 1$

Il β è il parametro del modello che riflette la rischiosità sistematica dell'azione (ossia la componente che non può essere eliminata attraverso la diversificazione), misurando la sensibilità dei ritorni del titolo rispetto alla variabilità dei ritorni del portafoglio di mercato. In sostanza il Beta riflette la tendenza del titolo a muoversi più o meno in linea con le variazioni dell'indice di riferimento. Un Beta superiore all'unità segnala la tendenza del titolo ad amplificare (in positivo o in negativo) i movimenti del mercato

(titoli -aggressivi); un Beta inferiore all'unità riflette la tendenza storica del titolo a muoversi in misura meno accentuata rispetto all'indice di riferimento (titoli -difensivi); un Beta pari all'unità illustra la tendenza del titolo a muoversi mediamente in linea con il mercato. Anche nella determinazione del Beta da inserire nel modello insorgono alcuni problemi di natura pratica, che attengono alle tecniche di calcolo inerente all'ampiezza della serie storica da utilizzare, la frequenza di rilevazione, l'indice di riferimento impiegare nel calcolo della regressione, gli aggiustamenti eventuali al valore del beta ricavato dalla regressione di mercato.

L'ultimo fattore da stimare per applicare la formula di Gordon-Shapiro (o da applicare alle fasi successive al periodo di previsione esplicita, o al valore terminale del modello DCF, nelle sue varie configurazioni) è costituito dal tasso di crescita di utili e dividendi.

Il parametro g può essere ricavato in diversi modi:

- per estrapolazione da una serie storica;
- dai fondamentali della società: la crescita attesa viene in questo caso calcolata come prodotto tra il tasso di ritenzione degli utili (che misura la quantità di profitti reinvestiti nella società) e il Return On Equity (ROE), che misura la redditività delle risorse reimpiegate nel business:

dove:

$$g = b \cdot roe$$

b: tasso di ritenzione degli utili:

roe: return on equity (utile netto/patrimonio netto medio)

- in base alle stime formulate puntualmente dall'analista, anche con l'ausilio dei piani industriali elaborati dalle società;
- utilizzando previsioni di consensus;
- eguagliandolo al tasso di lungo termine dell'economia o delle economie in cui opera l'azienda (per le aziende a crescita stabile o per il calcolo della crescita nel termine finale - Terminal Value, o Continuing Value - dei modelli a più stadi).

Nelle valutazioni basate sul principio dell'ongoing concern - che necessitano la stima dei flussi finanziari per una durata infinita, come nel caso delle aziende - un altro tema fondamentale è rappresentato dalla modalità di calcolo del Terminal Value.

Gli errori possono riguardare le assumptions di base adottate nello sviluppo del modello di valutazione, la discrezionalità e l'incoerenza nell'utilizzo dei parametri, le modalità applicative.

1.7 Contesto e causa di riferimento

La Società Wealty SA, come già accennato, sebbene costituita nel 2021, è il frutto di anni di studi, sperimentazioni, ricerche ma anche vendita già attuata sul mercato dei prodotti e servizi di cui essa stessa effettua l'upgrade e si appresta a vendere.

Ne deriva che la Società, sebbene ad un'analisi superficiale possa assumere la connotazione di una startup, in realtà è pienamente assimilabile ad una realtà operativa, seppur necessiti, secondo il piano industriale visionato di un aumento di capitale di Euro 1.000.000 al fine di dare avvio con il 2022 o anche in tempi più rapidi, alle attività già in cantiere e frutto diretto degli asset già conferiti nella Società al momento della costituzione dai due attuali soci.

Agli asset conferiti è infatti imputabile nel periodo antecedente al 2021 la vendita al comune di San Chirico Raparo (PZ) di 1 (una) unità del dispositivo Box della Salute e della relativa componente software per il funzionamento dei devices integrati. Tale vendita è stata effettuata dalla società WM Capital, detentrici dei diritti di commercializzazione di Box della Salute, ora conferiti, assieme ad altri *intangible assets* in Wealty SA.

Relativamente al Format della Salute, attualmente denominato Dr.F e confluito assieme a marchi e brevetti in Wealty SA, è collegato lo sviluppo di affiliazioni in franchising di parafarmacie avvenuto in Sicilia tra il 2013 ed il 2015 denominate Dr. Fleming nonché di punti vendita diretti a Milano in via Pontaccio n.2 e all'aeroporto Valerio Catullo di Verona rispettivamente operativi negli anni 2014 e 2015, quali punti vendita dove sono stati testati prodotti, metodologie, e formule. Tale sviluppo è stato svolto direttamente dall'attuale controllante di Wealty WM Capital S.p.A.

Per i motivi testè menzionati, la valutazione di Wealty è assimilabile a quello di una Società operativa, anziché ad una appena costituita.

La Società opera nel macro settore farmaceutico e dei servizi sanitari alla persona, il quale ha dimostrato una notevole crescita e sviluppo a livello globale, sia nella spesa complessiva che nei bisogni dei cittadini utenti, accentuato enormemente a seguito dello scatenarsi della pandemia da Covid-19.

Lo studio di mercato consultato, frutto del lavoro della Società come estensione di un lavoro pubblico svolto da McKinsey dimostra come la telemedicina è una realtà da 250 miliardi di dollari e che dopo la pandemia c'è stato un incremento del 3800% dell'uso della telemedicina. I recenti avvenimenti, infatti, hanno avuto un effetto disruptive in un settore che a parte la farmacologia era rimasto essenzialmente fermo e poco innovativo in tema di assistenza decentrata e telemedicina.

Wealty SA, dietro impulso della controllante WM ha avuto la tempestività di racchiudere in un'unica Società tutti gli asset cui ha contribuito a sviluppare utilizzandoli per rispondere ad un'esigenza di mercato che si è, dal marzo 2020, nettamente palesata ovvero la telemedicina, consistente in teleconsulto, telerefertazione, diagnostica a distanza, con una notevole componente di decentramento finalizzata a decongestionare le strutture

sanitaria accentrate tradizionali quali gli ospedali, riducendo inoltre tempistiche e soprattutto spostamenti.

Si procede ad una trattazione sintetica dei prodotti e dei servizi offerti dalla Società e dei driver di sviluppo che ne caratterizzano il Business Plan per gli anni 2022-2026.

La realizzazione del format denominato Dr.F si basa sull'assunto, dimostrato dalle recenti ricerche che la nuova concezione di farmacia si basa non solo su una mera questione di layout ma deriva anche dalla constatazione che, nel panorama esistente, la maggior parte delle farmacie (riconducibili a società o personali possedute dal farmacista titolare) sono in grave squilibrio finanziario, derivante da scelte gestionali poco attente non curanti del principio della sana e corretta gestione che il format Dr. F applica al tema della farmacia dei servizi e a luoghi diversi identificabili in "Negozio della Salute". La sfida, quindi, consiste nel creare un network di farmacie di servizi e negozi della salute, con il ruolo centrale del farmacista e del direttore del punto vendita.

Nel primo caso il farmacista non si limita, come accade oggi, a vendere il farmaco, ma a consigliare il cliente/paziente che torna ad essere il fulcro della farmacia, luogo che dovrà assumere il ruolo di primo presidio sanitario territoriale, amministrato applicando una corretta gestione economico-finanziaria della farmacia, unitamente ad un marketing strategico efficace e ad un corretto posizionamento dei prodotti sugli scaffali.

Il concetto di farmacia dei servizi riprende quello che Federfarma ha presentato a Cosmofarma 2017. Si tratta di potenziare i servizi offerti ai cittadini e garantire un servizio professionale e di qualità. Il farmacista diviene il professionista in grado di dare innanzitutto risposte alla domanda di salute e poi procedere con la vendita dei farmaci. L'obiettivo è quello di costituire una grande rete di farmacie professionali che siano anche il primo presidio sanitario sul territorio. Il farmacista ricoprirà, quindi, un ruolo professionale ma anche sociale, che recupera dalla propria storia contenuti e valori tornati di straordinaria attualità. La Farmacia dei Servizi concepita in questa modalità sarà la porta d'accesso più semplice e prossima al Sistema Sanitario Nazionale, con benefici e vantaggi che non investono solo il singolo cittadino ma il sistema paese.

Le ricerche e le analisi di cui in oggetto si pongono come fondamento strategico all'attività condotta dalla società in quanto evidenziano una recente evoluzione del mercato farmaceutico italiano che apre scenari nuovi alla luce della recente normativa di cui alla L. n.124/2017 artt.157-165 relativa alla ricomposizione del settore. Gli studi commissionati, hanno evidenziato le principali aree di criticità presenti all'interno di una farmacia e le metodologie correntemente adottate per aumentare la redditività delle stesse.

Mutatis mutandis, il "Negozio della Salute" è l'applicazione dei medesimi concetti della farmacia dei servizi ad un luogo meno formale, assimilato ad una parafarmacia ma più focalizzato sulla salute ed il benessere mediante l'erogazione di servizi di prevenzione, screening e monitoraggio, anche di natura estetica e la vendita conseguente dei relativi prodotti per la salute ed il benessere.

Il format al momento gode del vantaggio della first mover, ovvero è la prima rete nel settore farmaceutico e servizi per la salute ad offrire prodotti ed assistenza alla persona dal contenuto altamente tecnologico. Le caratteristiche principali del format si rivelano in una nuova concezione degli spazi, sempre più orientati ai servizi, ove viene meno il bancone classico delle farmacie, ma assume importanza il rapporto con il cliente (paziente).

Il design, inoltre, è stato curato nei minimi dettagli ed ha avuto un riscontro in termini di immagine e di mercato con il riconoscimento di prodotto innovativo in ambito internazionale.

La solidità non è espressa esclusivamente sotto forma di riuscita del format ma anche per la sua tutela intrinseca da eventuali follower.

Già nell'esercizio in corso la Società ha registrato un numero cospicuo di richieste di affiliazione e manifestazioni di interesse verso il Format Dr. F che, per quanto temporaneamente congelate, fino al termine del periodo di prova per le corrette valutazioni dei richiedenti, hanno permesso di sviluppare con maggiore concretezza il business-plan analizzato in questa sede.

Tutta la codifica delle procedure si riscontra nel manuale operativo del format Dr.F che fa parte del patrimonio della Società ove sono racchiuse tutte le innovazioni in termini commerciali e di prestazione rivolte ai clienti, nonché la rappresentazione puntuale di standard qualitativo e quantitativo.

Box della Salute è l'elemento di innovazione più caratterizzante di Wealty Sa. Il dispositivo multidiagnostico, il cui marchio, diritti, know-how industriale e brevetti fanno parte del patrimonio della Società, è rappresentato in varie forme, di cui la più significativa è una cabina di dimensioni contenute (225x190x110 cm) frutto della ricerca e sviluppo confluito nei marchi e nei brevetti. Attualmente il dispositivo consente di effettuare circa 70 esami grazie ad un sistema integrato di 20 dispositivi comunicanti tra loro che garantiscono velocità, affidabilità ed uniformità di risultato. Il dispositivo medico consentirà agli utenti di poter effettuare e usufruire di attività di monitoraggio, teleconsulto e telerefertazione. Il dispositivo, tra l'altro integrabile in qualsiasi luogo con il supporto di personale sanitario e non in funzione del setup di servizi svolti, consente quindi di monitorare ad esempio i parametri vitali, eseguire test uditivi e visivi, fare analisi del sangue, collegarsi con il proprio medico per un consulto a distanza e nel caso di una refertazione istantanea conseguente alle misurazioni strumentali dei devices integrati ed intercomunicanti associati al dispositivo.

L'elemento distintivo è l'accessibilità che consente a tutti di effettuare un check-up veloce del proprio stato di salute fisico nel più breve tempo possibile, garantendo l'interazione del paziente con il suo medico di fiducia, il monitoraggio nel tempo dello stato di salute dello stesso tramite comparazioni, report e reminder automatici ed in conformità alla normativa europea in materia di protezione dei dati personali (R.E. n.2016/679).

Box della Salute ha riscosso l'interesse di un gruppo internazionale, il quale in data 11 novembre 2021 ha firmato, dopo un'interazione prolungata e numerosi colloqui, un memorandum

of understanding (MoU) finalizzato alla fornitura di nr. 10 (dieci) dispositivi Box della Salute, già dotati di sistema software di un primario fornitore con base in Svizzera a finalità promozionali in Nord America, area in cui il gruppo internazionale testè citato opera direttamente ma anche in altri paesi del mondo.

L'accordo di intenti mira alla successiva stipula, entro 60 giorni, di un contratto di fornitura sulla base di un contratto standard già visionato dall'acquirente, da modificarsi in funzione delle risultanze tecniche emerse dalle specifiche richieste del cliente.

L'accordo, seppur non vincolante, rappresenta un elemento distintivo della capacità del dispositivo Box della Salute di attrarre interesse e data la natura e lo standing della controparte si ritiene altamente probabile che lo stesso possa condurre ad una collaborazione più accentuata, così come menzionata nel suddetto documento, finalizzata alla fornitura di nr. 1000 (mille) dispositivi Box della Salute nei prossimi 3-5 anni.

Il business plan, nel suo scenario base, pur non considerando direttamente la fornitura successiva dei 1000 dispositivi riepiloga le condizioni di sviluppo delle vendite, in forma sia diretta che indiretta (licensing) in territori in cui la società ha già intrapreso dei contatti e deciso di impiantare filiali commerciali al fine di espandere la rete di vendita.

La tecnologia applicata a Box della Salute, relativamente ai servizi di telemedicina costituisce una linea di business separata per la Società. La Società infatti, in virtù dell'accordo con questo fornitore con base in Svizzera, siglato il 15 novembre 2021, dopo una trattativa prolungata, dispone degli strumenti necessari per aggredire in modalità differente dalla vendita del Box, un mercato quale quello delle farmacie e delle parafarmacie esistenti che, in base ai recenti provvedimenti del Ministero della Salute, sono incentivate ad offrire alle comunità territoriali servizi di telemedicina.

A Box della Salute subentra quindi la "Valigetta della salute", dalle dimensioni di un bagaglio a mano, offerta a privati ed operatori sanitari e muniti da un lato dei devices necessari per controlli e monitoraggi di prima istanza, e dall'altro del software di telemedicina nella configurazione necessaria in base al setup strumentale.

La valigetta B2B è pensata per quelle farmacie e studi medici che già dispongono di una stanza adibita ai check-up, in cui i pazienti possono svolgere tutti i servizi offerti dal box con la stessa privacy del box. Inoltre, la valigetta può essere utilizzata "in mobilità" da infermieri e personale parasanitario per la visita a domicilio di pazienti a ridotta capacità motoria. Tipicamente la valigetta ha un numero inferiore di dispositivi medici rispetto al box, ma il software installato su di essa è identico a quello della cabina. Nel caso in cui siano previste valigette più grandi con un numero di dispositivi pari a quelli della cabina, si dovranno applicare per il software gli stessi prezzi del box.

Valigetta della Salute è un'introduzione recente ma si ritiene che, visti gli sviluppi e gli incentivi pubblici, tale soluzione possa soddisfare il bisogno di un numero crescente di farmacie, medici e privati, in modo da divenire un ulteriore ausilio sia per erogare servizi di telemedicina che per assicurare al paziente il massimo livello di aderenza alla terapia, anche a domicilio, grazie alla predisposizione dei collegamenti con specifiche app collegate via Bluetooth a strumenti portatili.

Arco della Salute rappresenta, nel suo attuale funzionamento, un'invenzione incidentale di Wealty frutto dell'attività di ricerca e sviluppo a seguito del bisogno sempre crescente di controllare i flussi di persone in luoghi affollati ed assicurare la sicurezza sanitaria dei presenti. Esso consiste in un sistema modulare sequenziale che consente di effettuare da operazioni basiche quali il controllo di documenti (ad esempio green pass) e temperatura corporea a quelle più complesse quali i parametri vitali e dati biometrici.

Le richieste pervenute, cui la Società sta dando seguito per le necessarie verifiche tecniche e legali, fanno pensare ad uno sviluppo considerevole di tale dispositivo nei grandi luoghi di passaggi. Tali considerazioni sono contenute nel Business Plan.

Lo sviluppo per il periodo 2022-2026, così come esplicitato dal Business Plan fornito dalla Società, uno dei documenti fondamentali cui si basa la presente, prevede che lo sviluppo della società avvenga attraverso 5 linee di business, tutte afferenti il mondo della salute e del benessere e rispondenti a bisogni diversi. Esse sono: 1) Box della Salute, 2) Arco della Salute, 3) Valigetta della Salute, 4) Flagship, 5) Format Franchising Dr. F.

Box della Salute prevede un'espansione in alcuni Paesi europei e non, attraverso una vendita diretta relativamente ad Italia e Svizzera, ed una vendita indiretta ovvero mediante forme di licensing industriale negli altri Paesi. A tale dispositivo sono associate revenue una tantum e periodiche, sottoforma sia di ricavi di vendita che royalties, ma anche canoni per l'utilizzo e l'assistenza sulla piattaforma software servizio svolto in collaborazione con la società svizzera fornitrice del software medesimo.

Arco della Salute segue lo stesso schema di espansione di Box della Salute, soffermandosi quindi sul controllo diretto delle vendite nell'area Italia e Svizzera ed affidando a partner licenziatari la produzione e distribuzione in aree diverse nelle quali la società conta di aprire sedi commerciali.

Valigetta della Salute è un'estensione del Box della Salute. Le previsioni di sviluppo sono infatti associate sia direttamente alla vendita del Box medesimo di cui Valigetta della Salute costituisce un valido strumento in mobilità per professionisti (visite domiciliari) e provati (controlli e monitoraggio) sia indirettamente, in quanto Valigetta della Salute rappresenta la componente che più delle altre è in grado di essere venduta velocemente ed autonomamente e di fornire controlli da remoto veloci e relativamente poco costosi. Per questo motivo la Società ha pensato di strutturare una linea di ricavi sfruttando l'utilizzo della Valigetta e del relativo software da parte di quelle realtà, come ad esempio le farmacie rurali che necessitano di un sistema di telemedicina collegato al medico convenzionato ed alla cartella sanitaria dell'utente.

Se da un lato le linee di prodotto da 1 a 3 rappresentano l'ultima frontiera introdotta dalla Società, il format franchising Dr. F unitamente all'apertura di un flagship store espressione di questa nuova concezione di Format rappresentano per la Società un business dalle dinamiche più tradizionali, seppure nell'innovazione della soluzione offerta. Sotto questo aspetto la Società, in collaborazione con la controllante WM ha realizzato un piano di sviluppo di aperture nei prossimi 5 anni, inserito nel business plan previsionale 2022-2026. Al piano delle aperture si associa l'apertura di un flagship diretto entro i primi 6 mesi del 2022.

2 METODOLOGIA DI VALUTAZIONE

La dinamica della costruzione del conto economico segue le assunzioni cui i costi inerenti si distribuiscono contrattualmente in arco quinquennale, in primo luogo, dalla struttura di correlazione ai relativi ricavi. Dal punto di vista del ciclo attivo i rapporti contrattuali causali ed oggettivi sono vincolanti nell'arco temporale quinquennale su base incrementale in termini di provvigioni e royalties entrambe variabili ad un tasso suppletivo incrementale in considerazione delle corrispondenti provvigioni passive ed alla terziarizzazione di alcune funzioni centralizzate.

In termini di correlazione le voci di costo sono state configurate in termini negoziali sullo stesso arco temporale come sistema di monitoraggio ed incremento dati e si qualificano come investimenti necessari per supportare la struttura ed i relativi coefficienti di utilità pluriennale con la dinamica di medio termine prevista dei flussi operativi generati da ricavi marginali; in termini di competenza ai costi precedentemente sostenuti ed assimilati effettuati come causa contrattuale degli investimenti in essere. Le voci di costo immateriale, pertanto, si rappresentano contrattualmente attraverso elementi di attività strutturata per servizi a carattere pluriennale, individuando la metodologia più appropriata tra quelle previste e servendosi sia come strumento che come metodologia alternativa dei metodi finanziari, che si qualificano come attività caratterizzate dalla mancanza di tangibilità e che non esauriscono la loro utilità in un solo periodo ma manifestano i benefici economici lungo un arco temporale di più esercizi. Nella fattispecie in esame relativo al mercato del commercio al dettaglio dei prodotti farmaceutici le tipologie sono interconnesse a provvedimenti di concessione con i quali la pubblica amministrazione consente l'esercizio di attività regolamentate di servizi di pubblica utilità.

La valutazione prende obbligatoriamente le mosse anzitutto dalla disamina della rappresentazione contabile è quindi preliminare rispetto ad altre più analitiche considerazioni. Oltre alla ragionevolezza delle ipotesi sull'evoluzione del business l'analisi ha riguardato anche la coerenza logica delle key assumptions del modello, l'aderenza degli investimenti al livello necessario a sostenere tale sviluppo e le modalità di calcolo del valore terminale, che spesso rappresenta una frazione consistente del valore complessivo emergente dall'applicazione dei metodi finanziari.

La valutazione del valore dell'azienda Wealty SA è stata condotta impiegando diverse metodologie. Tali metodologie considerano, nonostante la recente costituzione, la società pienamente operativa dal momento in cui, come già si è detto, è dotata di asset in grado di condurre a fatturato e redditività già dal brevissimo periodo.

Lo stadio attuale di sviluppo di Wealty SA è pertanto assimilabile ad una azienda in un livello di sviluppo del tipo Second-stage. Per second stage si intende la fase in cui bisogna finanziare l'espansione della società, che ha già iniziato a produrre e vendere. Nel second stage è necessario trovare gli strumenti finanziari per aumentare le capacità dell'azienda nelle diverse aree: engineering, pubblicità, rete di vendita, piattaforme

tecnologiche, impianti e macchinari. Nel caso di Wealty risultano necessari e preventivati importanti investimenti in termini di marketing, mentre appare coerentemente sviluppata la componente ingegneristica, tecnologica e di prodotto. La fase second stage appare, inoltre, coerente con l'esigenza di coprire esigenze di capitale circolante dovute proprio allo sviluppo dell'azienda basata su un piano economico finanziario che sebbene futuro poggia su basi non eccessivamente volatili. La formula dominante del licensing finanziario rende inoltre limitato il fabbisogno di circolante associato allo sviluppo delle vendite.

La Società viene quindi valutata, con gli adeguamenti del caso, con i metodi classici tradizionali e quindi il Metodo Patrimoniale, i Metodi Redditali, il Metodo Misto Patrimoniale - Reddituale, il Metodo Finanziario del Discounted Cash Flow (DCF) e il Metodo dell'Economic Value Added (EVA), tutti frutto dell'analisi economico finanziaria patrimoniale e dei risultati reddituali.

Non si ritiene quindi necessario fare ricorso a metodologie alternative di valutazione quali ad esempio il Metodo dei multipli (con multipli dell'EBITDA e del fatturato), il Metodo di Berkus, il Risk Factor Summation Model, il Metodo Venture Capital e il Metodo First Chicago, utilizzati nei casi in cui si disponga di soli elementi qualitativi oppure di stime analitiche molto instabili e volatili.

L'applicazione delle diverse tecniche sumenzionate consente peraltro di mettere in luce aspetti diversi del potenziale dell'azienda e di offrire diverse prospettive di analisi in merito alla quantificazione del valore della stessa.

2.1 Assumption Generali

Ciascuno dei metodi implementati presuppone un comune scenario previsionale in relazione agli obiettivi di sviluppo dell'azienda e alle condizioni esterne in cui la stessa si trova ad operare. L'analisi è stata condotta a partire dalle informazioni circa gli sviluppi antecedenti alla costituzione della Società che hanno portato al conferimento di asset immateriali, sia dai costi e ricavi stimati nell'orizzonte previsionale 2022-2026 e valutata la coerenza con i relativi investimenti di periodo.

Il risultato complessivo di valutazione, coerentemente a quanto già menzionato, non condurrà ad un valore puntuale quando ad un valore minimo di base dell'azienda, che potrà essere utilizzato per le finalità summenzionate piuttosto che per la conduzione di trattative negoziali in cui è previsto il supporto di una relazione di stima del valore.

Come già ricordato, nella fattispecie la relazione peritale di stima è elaborata e si conforma a quanto previsto ai sensi dell'art. 2343 c.c.

3 Criteri di Valutazione

3.1 Metodo Patrimoniale

Il modello di valutazione patrimoniale presuppone che il valore di un'azienda sia pari al Patrimonio Netto della stessa, opportunamente rettificato rispetto al valore di bilancio.

Tale ipotesi omette di considerare che il valore è di norma influenzato più dalla capacità dell'azienda di produrre redditi che dal livello del suo patrimonio, ma produce comunque informazioni di notevole rilevanza ai fini della valutazione. Il patrimonio, infatti, oltre ad avere un valore di per sé quantificabile, non è certamente slegato dalla redditività di un'impresa ma, al contrario, dovrebbe essere in grado di avere un impatto diretto sulla stessa capacità reddituale.

I valori ottenuti da tale criterio di stima hanno inoltre, almeno in linea teorica, il vantaggio della sicurezza e dell'affidabilità, in quanto non derivanti da previsioni soggettive (che in quanto tali possono non avverarsi) ma da dati certi ed oggettivi.

Si noti come alla base si presupponga che il perito abbia accesso ai dati aziendali economici, finanziari e contabili e che venga effettuata un'attenta procedura preventiva di due diligence, con conseguente rielaborazione dei dati contabili.

Il metodo patrimoniale semplice, adottato nella presente valutazione, comporta, in primis, la quantificazione del capitale netto contabile, desumibile dall'ultimo bilancio. Successivamente si procede a:

- una scrupolosa analisi delle voci di bilancio per verificarne l'effettiva entità (per esempio la verifica di una corretta contabilizzazione dei crediti e dei debiti, con conseguente copertura di eventuali rischi associati con validi accantonamenti ecc.);
- verificare se gli elementi attivi non monetari abbiano valori che ne esprimano la realtà (mantenimento del valore delle partecipazioni, valutazione del magazzino, ecc.).

Tutto ciò necessiterebbe di una vera e propria attività di revisione che permetta di verificare che le poste dell'Attivo e del Passivo siano contabilizzate correttamente, di valutare la reale esigibilità dei crediti, la consistenza dei debiti, ecc., al fine di procedere ad eventuali rettifiche che permettano una rappresentazione delle dinamiche aziendali più rispondente alla realtà.

Eventuali rettifiche che si rendessero necessarie possono creare una serie di plusvalenze o minusvalenze che, dopo essere state opportunamente ridotte per tenere conto dei carichi fiscali cui sono potenzialmente soggette consentono di quantificare un valore rettificato del patrimonio netto K' che esprimerà il valore dell'azienda.

3.2 I Metodi Redditali

Tali modelli di valutazione stimano il valore di un'azienda su basi puramente redditali, ovvero presuppongono che il valore sia determinato unicamente sulla base dei redditi che la stessa sarà in grado di generare nel futuro. In tal caso si ha:

$$W = f (R)$$

il valore W dell'azienda è funzione del reddito R, da intendersi come il reddito previsionale medio prodotto annualmente dall'impresa in un certo orizzonte temporale.

Per utilizzare il metodo reddituale, è quindi necessario conoscere sia il valore del reddito prospettico sia il tasso al quale attualizzare i flussi di reddito previsionali.

Il calcolo corretto del reddito prospettico presuppone un valido piano industriale, includendo, per addivenire al reddito medio, anche i redditi passati, rappresentati con opportune rettifiche (si pensi, ad esempio, a quei redditi prodotti per cause eccezionali e non ripetibili). Una prima approssimazione del reddito ai fini della valutazione è costituita dall'EBITDA (o in alternativa dall'EBIT o dall'utile netto).

Il tasso di attualizzazione, che in questo caso deve rappresentare il costo del capitale proprio, esprime il rendimento minimo che gli investitori richiedono come remunerazione della variabilità del risultato netto al mutare dei ricavi. Si tratta, quindi, del rischio operativo maggiorato di un premio per il rischio finanziario.

Per la stima del costo dell'equity si utilizza nuovamente il CAPM, ovvero si ha:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

Quantificato il reddito prospettico e il costo dell'equity, il valore dell'azienda può essere stimato con differenti metodologie:

- *metodo della rendita di durata definita*
- *metodo della rendita perpetua*
- *metodo reddituale complesso*

Nel primo caso, **metodo della rendita di durata definita**, si suppone che l'azienda sia in grado di produrre per un arco temporale limitato di n anni un reddito pari ad R. Il valore dell'azienda sarà quindi dato dalla somma dei redditi prodotti nel tempo attualizzati al costo del capitale proprio K_e . Ovvero si avrà:

$$W = R a_{n|K_e} = R \frac{1 - (1 + K_e)^{-n}}{K_e}$$

Al variare dell'orizzonte temporale in cui si ipotizza che l'azienda sia in grado di generare redditi, cambierà chiaramente la valutazione.

Il **metodo della rendita perpetua** presuppone invece che l'attività sia capace di produrre redditi pari a R per un arco temporale indefinito. In tal caso il valore dell'azienda sarà dato da:

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

Un terzo metodo di valutazione reddituale è invece il **metodo reddituale complesso**, che parte non già dalla stima di un reddito medio ma dalla quantificazione puntuale dei flussi di reddito R_t per ciascun periodo previsionale in un arco temporale di n anni. In base a tale ipotesi, il valore dell'azienda, al solito pari al valore attuale dei redditi scontati al costo del capitale proprio K_e sarà dato dalla seguente relazione:

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{R_t}{(1 + K_e)^t}$$

3.3 Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale

Il metodo misto patrimoniale - reddituale è molto utilizzato nella pratica aziendalistica e consente di valutare l'azienda tenendo in considerazione sia la situazione patrimoniale che la capacità di generare redditi.

Ai fini della nostra analisi, utilizzeremo il Metodo della stima autonoma dell'avviamento, che comporta l'utilizzo della seguente formula:

$$W = K' + (R - K_e \cdot K') \cdot a_{n|K_e}$$

Dove:

K' capitale netto rettificato (valore patrimoniale);

$a_{n|K_e}$ fattore di attualizzazione, dove:

n numero degli anni per i quali si procede all'attualizzazione del "sovrareddito";

K_e costo medio ponderato del capitale, che qui esprime anche il tasso di attualizzazione del "sovrareddito";

R reddito netto medio (EBITDA, EBIT oppure utile netto), eventualmente corretto sulla base dell'effetto di rivalutazione monetaria.

Utilizzando tale metodo si individua il valore dell'azienda, sommando al capitale netto rettificato K' un "sovrareddito" $(R - K_e \cdot K')$, attualizzato ad un tasso K_e , per un numero di anni determinato, ovvero quella parte del reddito che va oltre la remunerazione attesa del patrimonio netto (ovvero K' calcolato al tasso K_e).

K_e è al solito calcolabile tramite il CAPM.

3.4 Metodo finanziario (DCF)

I metodi finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore del capitale di un'azienda corrisponda alla somma dei flussi di cassa operativi che la stessa potrà conseguire nel tempo opportunamente attualizzati ad un tasso idoneo (Discounted Cash Flow Method); pertanto il valore del capitale economico di un'azienda coincide con il valore attuale netto (Net Present Value) di tali flussi, originati dalla gestione caratteristica dell'impresa e considerati al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate dai finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per calcolarli occorre utilizzare il concetto del Nopat, ovvero considerare le cosiddette imposte figurative che esprimono la quota di imposta, imputabile al solo risultato operativo, che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari che in alcuni paesi tra cui l'Italia sono in parte deducibili.

Per ovviare alle difficoltà connesse alla previsione dei flussi, la cui attendibilità diminuisce man mano che la proiezione si allontana nel tempo, nella prassi viene adottata solitamente la soluzione di determinare solo i flussi di un determinato arco temporale – in genere corrispondente ad un intervallo da 3 a 5 anni – al termine del quale si identifica un ultimo flusso rappresentato dal cosiddetto valore terminale dell'azienda. Pertanto, il criterio finanziario si riassume nella seguente formula:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC_t)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC_{TV} - g)(1+WACC_{n+1})^{n+1}}$$

da cui il valore dell'azienda:

$$W = EV - \text{Posizione Finanziaria Netta} + \text{Surplus Asset}$$

EV Enterprise Value, indica il valore delle attività dal quale andranno detratti i debiti onerosi;

FCFF Free Cash Flow for the Firm, flusso di cassa operativo previsionale dato dalla differenza tra il flusso di cassa operativo e gli investimenti netti (CapEx) al lordo della restituzione dell'indebitamento finanziario e del pagamento degli oneri finanziari;

WACC_t Weighted Average Cost of Capital: si tratta del tasso adottato per l'attualizzazione dei flussi di cassa ed è pari alla media ponderata tra tasso sul capitale e tasso sui debiti; la rilevazione di tale tasso (e quindi l'attualizzazione degli importi) viene effettuata puntualmente per ciascuno degli anni di analisi;

g è il tasso di crescita dei flussi di cassa oltre il periodo di previsione analitica;

FCFF_n (1+g) rappresenta il flusso di cassa, oltre la soglia di previsione analitica, disponibile per la remunerazione dei finanziatori e liberamente distribuibile agli azionisti senza compromettere la capacità dell'impresa di generare flussi di cassa crescenti secondo il tasso di crescita espresso da g.

Il WACC è dato dalla media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito, costo quest'ultimo da intendersi al netto dell'effetto di risparmio fiscale connesso alla deducibilità degli oneri finanziari. Nota la struttura di finanziamento dell'impresa, ovvero il valore dell'Equity ed il valore del debito si ha pertanto:

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

ove:

E è il valore corrente del capitale proprio;

D è il valore corrente del capitale di debito;

K_e è il costo del capitale proprio, ovvero la remunerazione attesa dai soci/azionisti in virtù dell'apporto del capitale di rischio;

K_d è il costo del capitale di debito, ovvero il tasso passivo che l'impresa sconta sui conferimenti di capitale di debito;

t è l'aliquota fiscale vigente per le imposte sul reddito.

Il modello più utilizzato a livello operativo ai fini della stima del costo del capitale proprio è rappresentato dal CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Secondo tale modello, il costo del capitale proprio dell'azienda è pari al rendimento di un investimento privo di rischio aumentato di un premio per il rischio specifico per l'azienda considerata. Si ha ovvero:

$$K_e = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove:

r_f rendimento netto di investimenti o titoli privi di rischio;

$(r_m - r_f)$ rappresenta il premio per il maggior rischio del mercato azionario rispetto ad investimenti o titoli privi di rischio;

β è il coefficiente che quantifica il rischio della singola impresa rispetto a quello medio del mercato;

In maniera analoga, Il tasso di costo del capitale di debito può essere quantificato come un tasso risk free imposto dal sistema creditizio a cui si aggiunge uno spread che rappresenta il premio per il rischio riconosciuto ai finanziatori del debito e legato allo specifico rating dell'impresa.

$$K_d = r_{d_f} + spread$$

Una volta valutato il costo del capitale, i principali problemi di ordine pratico derivanti dall'applicazione del criterio in questione derivano dalla difficoltà di determinazione dei flussi e dal calcolo del tasso di attualizzazione: in relazione al primo, è evidente la difficoltà di quantificazione dei flussi di dividendi nell'arco

temporale determinato, essendo questi influenzati non solo dall'andamento reddituale e dalla liquidità dell'azienda, ma anche da numerose altre variabili che rendono incerte le stime sulle decisioni che verranno assunte dagli amministratori e dalle assemblee dei soci in merito alla politica dei dividendi, a meno che quest'ultima non sia stata predefinita.

Al fine di superare le citate incertezze, si assume solitamente l'ipotesi che i dividendi che verranno erogati coincidano col *free cash flow*, o flusso di cassa disponibile. L'entità di tale grandezza, corrispondente alle risorse finanziarie destinabili agli azionisti dopo aver seguito le politiche di investimento ed indebitamento giudicate più idonee, può venire determinata con la seguente metodologia:

Risultato operativo (Ebit)

- imposte sul risultato operativo (figurative)

= Risultato operativo al netto delle imposte specifiche (Nopat)

+ ammortamenti

+ accantonamenti e altre voci non monetarie

+/- variazioni negative/positive del capitale circolante (incluso TFR)

- investimenti in capitale fisso (al netto di eventuali disinvestimenti)

= Free Cash Flow for the Firm (FCFF)

Così determinato, il flusso di cassa disponibile non è di competenza solo degli azionisti, ma è al servizio di tutti i fornitori di capitale, sia esso di rischio e di debito. Attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata (secondo l'effettiva struttura finanziaria) del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, si otterrà il valore globale del capitale impiegato nell'azienda, dal quale, sottraendo il valore di mercato del capitale di debito, si perverrà al valore del solo capitale proprio, cioè del capitale economico di pertinenza degli azionisti.

Il tasso al quale verranno attualizzati i flussi di cassa è il costo dell'intero capitale, il quale viene quantificato con il *WACC* (costo medio ponderato del capitale). Essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti, il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto sia dai detentori del capitale di debito sia da quelli del capitale di rischio. La metodologia qui impiegata, come accennato, prevede la stima puntuale del *WACC* su tutto l'orizzonte previsionale e l'attualizzazione di ciascun importo al relativo tasso vigente nel periodo.

Particolare complessità riveste inoltre la determinazione del costo del capitale di rischio, in quanto non risulta esserci alcun accordo o impegno esplicito di remunerazione da parte dell'azienda; le aspettative dell'azionista sono solitamente pari ad un rendimento minimo pari a quello offerto da investimenti alternativi privi di rischio (solitamente titoli pubblici), maggiorato di un premio particolare per il rischio assunto: quest'ultimo rappresenta, a questo punto, la vera incognita.

3.5 Metodo EVA (Economic Value Added)

Il metodo dell'Economic Value Added, diffuso nella pratica aziendalistica soprattutto a partire dalla fine degli anni '90, è in sostanza una tecnica di valutazione mista che presuppone la stima in un certo orizzonte previsionale di flussi così concepiti:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) * \text{Capitale Investito netto}$$

dove:

ROIC: Return on Invested Capital = Nopat/Capitale investito netto

WACC: Weighted Average Cost of Capital

Alla base del metodo vi è quindi la valutazione di flussi di extra-valore dati dalla differenza tra il rendimento del capitale investito ed il suo costo complessivo, espresso tenendo conto sia delle fonti di capitale proprio che del capitale di debito. In termini operativi, occorre partire da un piano finanziario previsionale che quantifichi l'andamento atteso dell'Ebit in un certo orizzonte temporale, ricavare da questo il Nopat (Net Operating Profit After Taxes) e rapportarlo al Capitale investito netto per ottenere il ROIC. Una volta stimati i flussi di EVA nel periodo previsionale preso in considerazione occorre stimare il valore terminale dell'EVA e successivamente procedere all'attualizzazione di tali flussi al WACC.

Ora, per giungere ad una valutazione complessiva del valore dell'azienda, a tali componenti va sommato il valore corrente del capitale investito tenendo conto inoltre di opportune correzioni legate ai seguenti fattori: Posizione Finanziaria Netta dell'azienda, attività non operative, eventuali aumenti di capitale e distribuzione di dividendi. Si procede quindi come segue:

Valore attuale EVA (anni previsionali)

+ Valore terminale EVA
+ Capitale Investito iniziale
- Posizione Finanziaria Netta
- Altre Attività non Operative
+ Aumento di Capitale
- Dividendo
= Valore dell'azienda

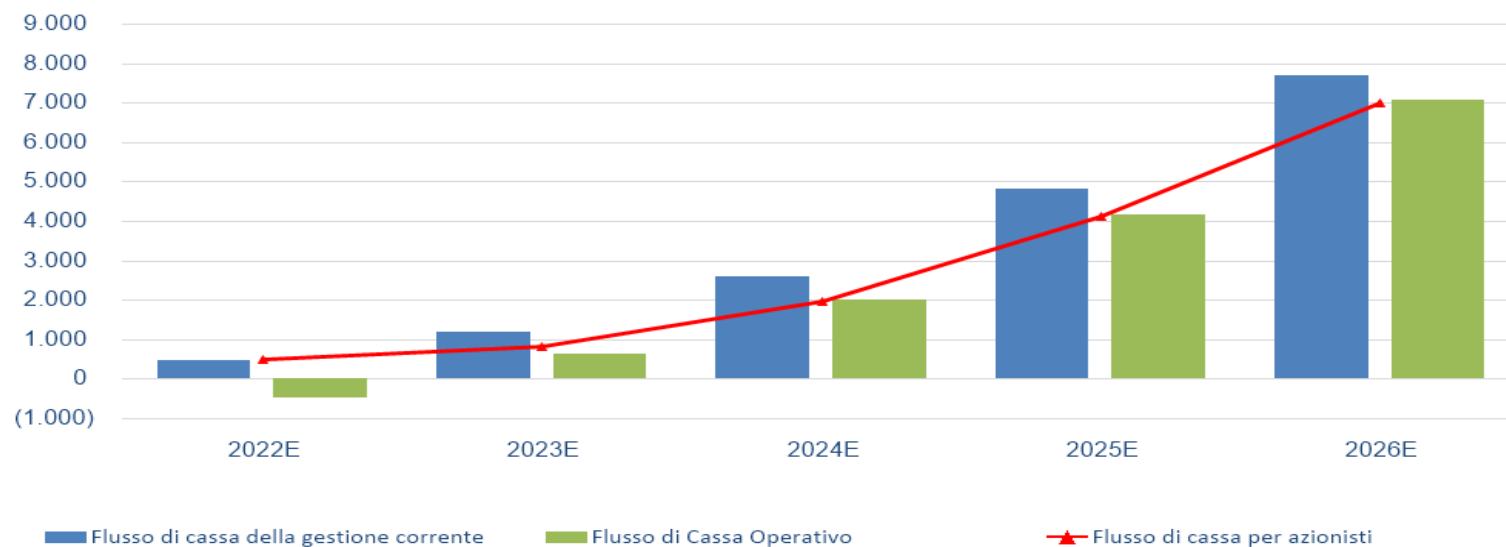
4 Piano previsionale

Anni	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<i>Dati in migliaia di euro</i>					
Flusso di cassa operativo lordo	374	1.111	2.283	4.655	7.711
Variazione CCN	86	69	317	153	(9)
Flusso di cassa della gestione corrente	460	1.180	2.600	4.808	7.701
Flusso di Cassa Operativo	(485)	635	2.005	4.163	7.056
Flusso di Cassa al servizio del debito	(486)	634	2.005	4.163	7.056
Flusso di cassa per azionisti	514	814	1.960	4.118	7.011
Flusso di cassa netto	514	814	1.960	4.118	7.011

Il rendiconto finanziario utilizzato per l'analisi è quello dei flussi di liquidità che determina, nella fattispecie, il Flusso di cassa disponibile per gli azionisti e i finanziatori (detto anche Unlevered Free Cash Flow o Free Cash Flow to the Firm). Tale flusso corrisponde al Flusso di cassa operativo, ovvero quello che scaturisce dalla gestione caratteristica dell'impresa al lordo degli oneri finanziari e della restituzione delle risorse impiegate da tutti i finanziatori dell'impresa (capitale di rischio e di terzi). Per calcolare tale flusso occorre utilizzare il concetto del NOPAT, ovvero considerare le c.d. imposte figurative che rappresentano la parte di imposta imputabile al solo risultato operativo che la società pagherebbe se non ci fossero gli oneri finanziari o proventi/oneri straordinari che in Italia sono in parte deducibili. Iniziamo la nostra analisi con il primo flusso di cassa detto operativo lordo dato dalla somma del NOPAT con i costi non monetari per eccellenza ovvero gli ammortamenti e gli accantonamenti. Nell'esercizio 2021, il flusso di cassa operativo lordo si è attestato a € 0.

Continuiamo la nostra analisi con il flusso di cassa della gestione corrente che, dopo quello operativo lordo, è l'indicatore più importante della performance finanziaria di un'azienda. Esso comprende tutte le operazioni che costituiscono le attività tipiche dell'azienda che presentano il carattere di continua ripetitività nel tempo. Nell'esercizio 2021 il flusso di cassa della gestione corrente è pari a zero e si è mantenuto sostanzialmente in linea con l'anno precedente attestandosi a € 0. Arriviamo al flusso di cassa operativo che rappresenta il flusso di cassa al lordo degli oneri finanziari e dei benefici fiscali derivanti da questi ultimi. Misura la liquidità generata dalla gestione aziendale per tutti gli investitori aziendali (azionisti e finanziatori) al netto delle spese non cash, delle variazioni del circolante non cash e delle necessità di investimento/reinvestimento. Un flusso positivo genera liquidità disponibile per essere utilizzata per effettuare pagamenti del debito (interessi passivi e restituzione sorta capitale) e del patrimonio netto (dividendi e riacquisto di azioni proprie). Un flusso di cassa negativo implica che l'impresa deve affrontare un deficit di cassa che deve essere coperto da nuova immissione di Equity o attraverso l'apporto di ulteriore debito. Una grossa importanza riveste il flusso di cassa al servizio del debito che è rappresentato dal flusso di cassa operativo al netto degli oneri straordinari e degli oneri finanziari aggiustato per tenere conto del beneficio della deducibilità di quest'ultimi e destinato al rimborso delle rate dei debiti a medio e lungo termine contratti per la realizzazione dei progetti aziendali. Nell'esercizio previsionale 2022E il flusso di cassa operativo lordo è positivo ed è cresciuto rispetto all'esercizio precedente, del 100,00% attestandosi a € 373.912. Continuando la nostra analisi dei flussi nell'anno previsionale si evidenzia che il flusso di cassa della gestione corrente è positivo

ovvero le entrate monetarie risultano maggiori delle uscite monetarie ed è cresciuto, rispetto all'esercizio precedente, del 100,00% attestandosi a € 459.752. Questa differenza rappresenta risorse che possono essere impiegate per il fabbisogno generato dall'altro flusso che attiene l'area degli investimenti in immobilizzazioni necessarie per un eventuale sviluppo aziendale. Nell'esercizio 2022E il flusso di cassa operativo è negativo ma è cresciuto rispetto all'esercizio precedente, del 55,89% attestandosi a € -485.248 Il flusso di cassa al servizio del debito è negativo ma il flusso di cassa degli azionisti è comunque positivo grazie alle risorse ottenute attraverso l'immissione di Equity.

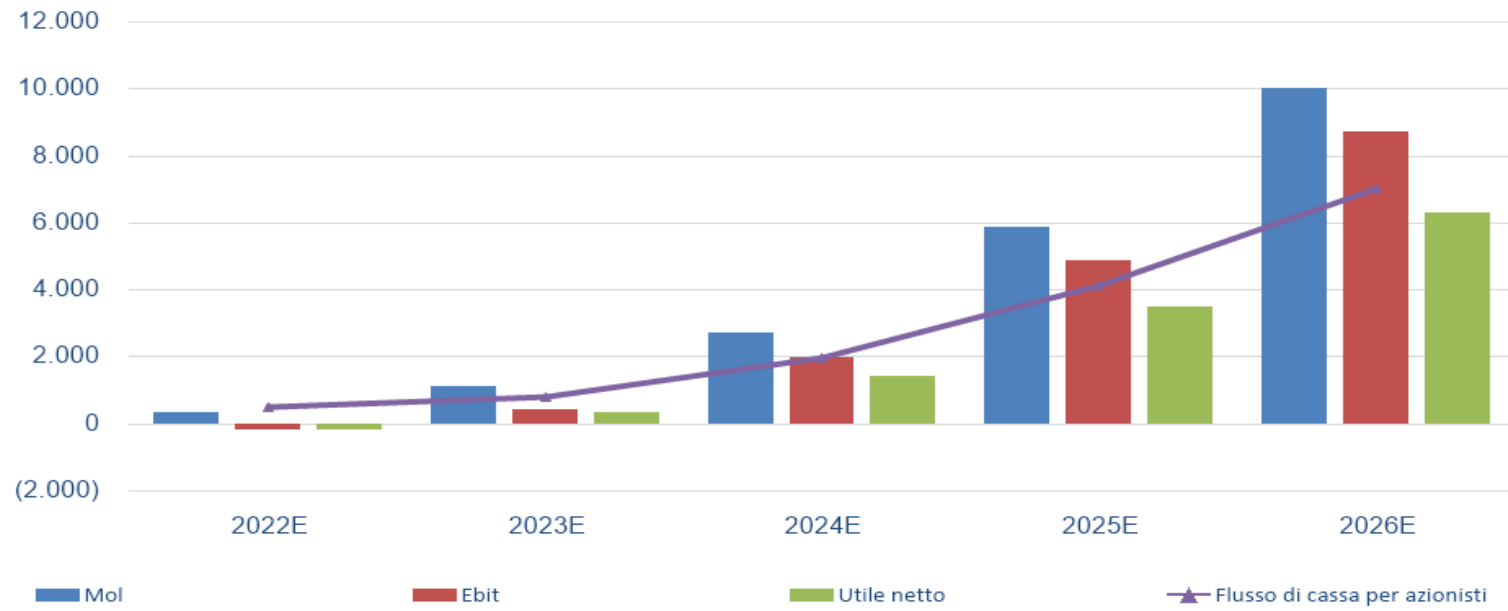


4.1 Dati economici

Anni	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<i>Dati in migliaia di euro</i>					
Ricavi delle vendite	1.955	5.868	11.607	20.820	31.416
VdP	2.255	5.868	11.607	20.820	31.416
Mol	336	1.109	2.721	5.874	9.995
Ebit	(168)	406	1.955	4.863	8.726
Ebt	(169)	406	1.955	4.862	8.726
Utile netto	(169)	332	1.407	3.502	6.286
<i>Dividendi</i>	0	0	0	0	0
Vendite change (%)	-	200,2%	97,8%	79,4%	50,9%
Mol change (%)	-	230,1%	145,5%	115,8%	70,1%
Ebit change (%)	-	341,7%	381,0%	148,7%	79,4%
Mol margin (%)	17,2%	18,9%	23,4%	28,2%	31,8%
Ebit margin (%)	-8,6%	6,9%	16,8%	23,4%	27,8%

Prescindendo dall'analisi dell'anno 2021 che si è considerata pari a 0 relativamente ai principali indicatori, passiamo all'analisi del bilancio previsionale 2022.

Relativamente al 2022 notiamo che il fatturato cresce del 100,00% attestandosi a € 1.955.000, il MOL cresce del 100,00% attestandosi a € 335.879 con un'incidenza sui ricavi del 17,18% mentre l'EBIT è diminuito del 100,00% risultando pari a -€ 168.167 con un'incidenza sui ricavi del -8,60%. Gli indicatori di redditività vedono per il ROI una diminuzione del 7,45% attestandosi al -7,45%, per il ROE una diminuzione del 8,73% attestandosi al -8,73% e per quanto concerne la redditività delle vendite ROS una diminuzione del 8,60% attestandosi al -8,60%. Il rapporto Ebit/Of, pari ad un valore di -336,33, denota una grave tensione finanziaria che necessita di un intervento immediato dato che il reddito generato dalla gestione caratteristica non è sufficiente a remunerare il capitale acquisito per produrlo. L'incidenza degli acquisti sul fatturato registra un incremento del 100,00% rispetto all'esercizio precedente. L'incidenza del costo per servizi sul fatturato fa segnare un incremento del 100,00% rispetto all'esercizio precedente. Infine, l'incidenza del costo del godimento dei beni di terzi sul fatturato incrementa del 100,00% rispetto all'esercizio precedente, mentre l'incidenza del costo del lavoro sui ricavi, pari al 25,94%, vede un incremento del 25,94% rispetto all'esercizio precedente. Gli oneri finanziari sono cresciuti, rispetto all'esercizio precedente, del 100,00% attestandosi a € 500 con un'incidenza sui ricavi del 0,03%. L'esercizio si chiude con una perdita pari a € 168.667.



4.2 Dati patrimoniali

Anni	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
<i>Dati in migliaia di euro</i>					
Immobilizzi materiali netti	281	101	71	41	11
Immobilizzi immateriali netti	1.270	1.316	1.222	971	508
Immobilizzi finanziari	0	0	0	0	0
Immobilizzi commerciali	0	0	0	0	0
TOTALE ATTIVO A LUNGO	1.551	1.417	1.293	1.013	519
Rimanenze	0	0	0	0	0
Liquidità differite	192	444	899	1.628	2.468
Liquidità immediate	514	1.329	3.288	7.406	14.417
TOTALE ATTIVO A BREVE	706	1.773	4.187	9.034	16.884
TOTALE ATTIVO	2.257	3.190	5.480	10.047	17.403
Patrimonio netto	1.931	2.264	3.671	7.173	13.459
Fondi per rischi e oneri	0	0	0	0	0
Trattamento di fine rapporto	38	114	223	364	520
TOTALE DEBITI A LUNGO	38	249	313	409	565
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	1.969	2.513	3.984	7.582	14.024
TOTALE DEBITI A BREVE	288	677	1.496	2.464	3.379
TOTALE PASSIVO	2.257	3.190	5.480	10.047	17.403

4.2.1 Ratios

Anni	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
ROE	-8,7%	14,7%	38,3%	48,8%	46,7%
ROI	-7,4%	12,7%	35,7%	48,4%	50,1%
Of/Mol	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ebit/Of	-33633,3%	81288,4%	391032,3%	972555,5%	1745237,4%
Pfn/Mol	NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT

Pfn/Pn	NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT	NO DEBT
Pfn/Ricavi	-26,3%	-19,6%	-27,2%	-35,1%	-45,7%

4.3 Stato Patrimoniale Riclassificato

4.3.1 Stato Patrimoniale liquidità esigibilità

Anni	2022E		2023E		2024E		2025E		2026E	
	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%
Immobilizzi materiali netti	281.250	12,5%	101.250	3,2%	71.250	1,3%	41.250	0,4%	11.250	0,1%
Immobilizzi immateriali netti	1.269.813	56,3%	1.315.963	41,3%	1.221.950	22,3%	971.275	9,7%	507.750	2,9%
Immobilizzi finanziari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Immobilizzi commerciali	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTALE ATTIVO A LUNGO	1.551.063	68,7%	1.417.213	44,4%	1.293.200	23,6%	1.012.525	10,1%	519.000	3,0%
Rimanenze	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti commerciali a breve	192.052	8,5%	444.182	13,9%	898.723	16,4%	1.628.351	16,2%	2.467.570	14,2%
- Fondo svalutazione crediti	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti comm. a breve v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti finanziari a breve v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri crediti a breve	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Ratei e risconti	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Liquidità differite	192.052	8,5%	444.182	13,9%	898.723	16,4%	1.628.351	16,2%	2.467.570	14,2%
Attività finanziarie a breve termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Cassa, Banche e c/c postali	514.252	22,8%	1.328.634	41,7%	3.288.196	60,0%	7.405.753	73,7%	14.416.683	82,8%
Liquidità immediate	514.252	22,8%	1.328.634	41,7%	3.288.196	60,0%	7.405.753	73,7%	14.416.683	82,8%
TOTALE ATTIVO A BREVE	706.304	31,3%	1.772.815	55,6%	4.186.919	76,4%	9.034.104	89,9%	16.884.253	97,0%
TOTALE ATTIVO	2.257.367	100,0%	3.190.028	100,0%	5.480.119	100,0%	10.046.629	100,0%	17.403.253	100,0%
Patrimonio netto	1.931.333	85,6%	2.263.566	71,0%	3.671.013	67,0%	7.173.353	71,4%	13.459.489	77,3%
Fondi per rischi e oneri	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Trattamento di fine rapporto	38.033	1,7%	114.094	3,6%	222.739	4,1%	363.968	3,6%	519.781	3,0%
Obbligazioni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Obbligazioni convertibili	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso banche oltre i 12 mesi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso altri finanziatori a lunga scadenza	0	0,0%	135.000	4,2%	90.000	1,6%	45.000	0,5%	45.000	0,3%
Debiti commerciali a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti commerciali a lungo v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari a lungo v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%

Altri debiti a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTALE DEBITI A LUNGO	38.033	1,7%	249.094	7,8%	312.739	5,7%	408.968	4,1%	564.781	3,3%
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	1.969.366	87,2%	2.512.660	78,8%	3.983.752	72,7%	7.582.321	75,5%	14.024.270	80,6%
Obbligazioni	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Obbligazioni convertibili	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso banche entro i 12 mesi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti verso altri finanziatori a breve scadenza	0	0,0%	45.000	1,4%	45.000	0,8%	45.000	0,5%	0	0,0%
Debiti commerciali a breve termine	154.266	6,8%	411.192	12,9%	819.483	15,0%	1.442.623	14,4%	2.140.608	12,3%
Debiti commerciali a breve v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti finanziari a breve v/imprese del gruppo	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a breve termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti a breve termine	133.734	5,9%	221.176	6,9%	631.884	11,5%	976.685	9,7%	1.238.375	7,1%
TOTALE DEBITI A BREVE	288.000	12,8%	677.368	21,2%	1.496.367	27,3%	2.464.308	24,5%	3.378.983	19,4%
TOTALE PASSIVO	2.257.367	100,0%	3.190.028	100,0%	5.480.119	100,0%	10.046.629	100,0%	17.403.253	100,0%

4.3.2 Stato Patrimoniale gestionale

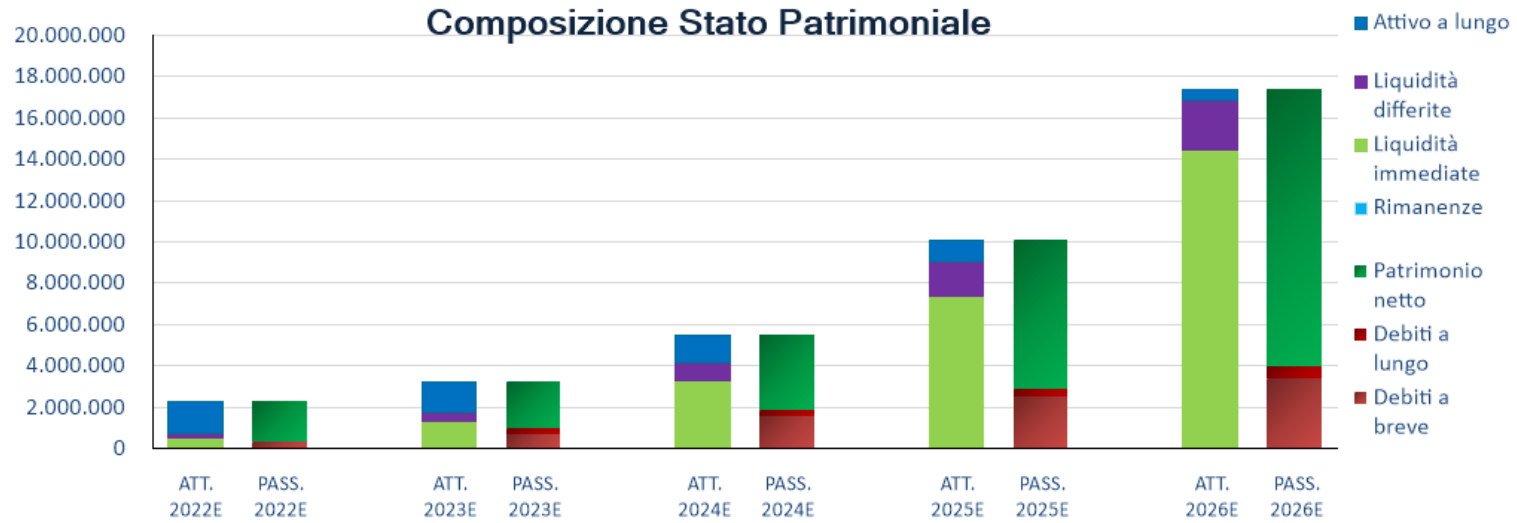
Anni	2022E		2023E		2024E		2025E		2026E	
	e'	%	e'	%	e'	%	e'	%	e'	%
Immobilizzazioni immateriali	1.269.813	89,6%	1.315.963	118,0%	1.221.950	236,0%	971.275	-682,1%	507.750	-55,7%
Immobilizzazioni materiali	281.250	19,8%	101.250	9,1%	71.250	13,8%	41.250	-29,0%	11.250	-1,2%
Immobilizzazioni finanziarie	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
ATTIVO FISSO NETTO	1.551.063	109,5%	1.417.213	127,1%	1.293.200	249,7%	1.012.525	-711,0%	519.000	-56,9%
Rimanenze	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Crediti netti v/clienti	192.052	13,6%	444.182	39,8%	898.723	173,6%	1.628.351	-1143,5%	2.467.570	-270,5%
Altri crediti operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Ratei e risconti attivi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Debiti v/fornitori)	(154.266)	-10,9%	(411.192)	-36,9%	(819.483)	-158,3%	(1.442.623)	1013,1%	(2.140.608)	234,7%
(Debiti v/collegate-control-controll)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Altri debiti operativi)	(13.734)	-1,0%	(101.176)	-9,1%	(511.884)	-98,9%	(856.685)	601,6%	(1.118.375)	122,6%
(Ratei e risconti passivi)	(120.000)	-8,5%	(120.000)	-10,8%	(120.000)	-23,2%	(120.000)	84,3%	(120.000)	13,2%
ATTIVO CIRCOLANTE OPERATIVO NETTO	-95.948	-6,8%	-188.186	-16,9%	-552.644	-106,7%	-790.957	555,4%	-911.413	99,9%
CAPITALE INVESTITO	1.455.114	102,7%	1.229.027	110,2%	740.556	143,0%	221.568	-155,6%	-392.413	43,0%
(Fondo tfr)	(38.033)	-2,7%	(114.094)	-10,2%	(222.739)	-43,0%	(363.968)	255,6%	(519.781)	57,0%

(Altri fondi)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Passività operative non correnti)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
CAPITALE INVESTITO NETTO	1.417.081	100,0%	1.114.933	100,0%	517.817	100,0%	(142.400)	100,0%	(912.194)	100,0%
Debiti v/banche a breve termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a breve	0	0,0%	45.000	4,0%	45.000	8,7%	45.000	-31,6%	0	0,0%
Debiti v/banche a lungo termine	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Altri debiti finanziari a lungo	0	0,0%	135.000	12,1%	90.000	17,4%	45.000	-31,6%	45.000	-4,9%
Finanziamento soci	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Debiti Leasing	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Crediti finanziari)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(Cassa e banche c/c)	(514.252)	-36,3%	(1.328.634)	-119,2%	(3.288.196)	-635,0%	(7.405.753)	5200,7%	(14.416.683)	1580,4%
INDEBITAMENTO FINANZIARIO NETTO	(514.252)	-36,3%	(1.148.634)	-103,0%	(3.153.196)	-608,9%	(7.315.753)	5137,5%	(14.371.683)	1575,5%
Capitale sociale	2.100.000	148,2%	2.100.000	188,4%	2.100.000	405,5%	2.100.000	-1474,7%	2.100.000	-230,2%
Riserve	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Utile/(perdita)	(168.667)	-11,9%	163.566	14,7%	1.571.013	303,4%	5.073.353	-3562,7%	11.359.489	-1245,3%
PATRIMONIO NETTO	1.931.333	136,3%	2.263.566	203,0%	3.671.013	708,9%	7.173.353	-5037,5%	13.459.489	-1475,5%
FONTI DI FINANZIAMENTO	1.417.081	100,0%	1.114.933	100,0%	517.817	100,0%	(142.400)	100,0%	(912.194)	100,0%

4.3.3 Stato Patrimoniale liquidità esigibilità

Anni	2022E		2023E		2024E		2025E		2026E	
	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%	€'	%
Immobilizzi materiali netti	281.250	12,5%	101.250	3,2%	71.250	1,3%	41.250	0,4%	11.250	0,1%
Immobilizzi immateriali netti	1.269.813	56,3%	1.315.963	41,3%	1.221.950	22,3%	971.275	9,7%	507.750	2,9%
Immobilizzi finanziari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Immobilizzi commerciali	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
TOTALE ATTIVO A LUNGO	1.551.063	68,7%	1.417.213	44,4%	1.293.200	23,6%	1.012.525	10,1%	519.000	3,0%
Magazzino	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Liquidità differite	192.052	8,5%	444.182	13,9%	898.723	16,4%	1.628.351	16,2%	2.467.570	14,2%
Liquidità immediate	514.252	22,8%	1.328.634	41,6%	3.288.196	60,0%	7.405.753	73,7%	14.416.683	82,8%
TOTALE ATTIVO A BREVE	706.304	31,3%	1.772.815	55,6%	4.186.919	76,4%	9.034.104	89,9%	16.884.253	97,0%
TOTALE ATTIVO	2.257.367	100,0%	3.190.028	100,0%	5.480.119	100,0%	10.046.629	100,0%	17.403.253	100,0%
Patrimonio netto	1.931.333	85,6%	2.263.566	71,0%	3.671.013	67,0%	7.173.353	71,4%	13.459.489	77,3%
Fondi per rischi e oneri	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Trattamento di fine rapporto	38.033	1,7%	114.094	3,6%	222.739	4,1%	363.968	3,6%	519.781	3,0%

TOTALE DEBITI A LUNGO	38.033	1,7%	249.094	7,8%	312.739	5,7%	408.968	4,1%	564.781	3,2%
TOTALE DEBITI A LUNGO + PN	1.969.366	87,2%	2.512.660	78,8%	3.983.752	72,7%	7.582.321	75,5%	14.024.270	80,6%
TOTALE DEBITI A BREVE	288.000	12,8%	677.368	21,2%	1.496.367	27,3%	2.464.308	24,5%	3.378.983	19,4%
TOTALE PASSIVO	2.257.367	100,0%	3.190.028	100,0%	5.480.119	100,0%	10.046.629	100,0%	17.403.253	100,0%



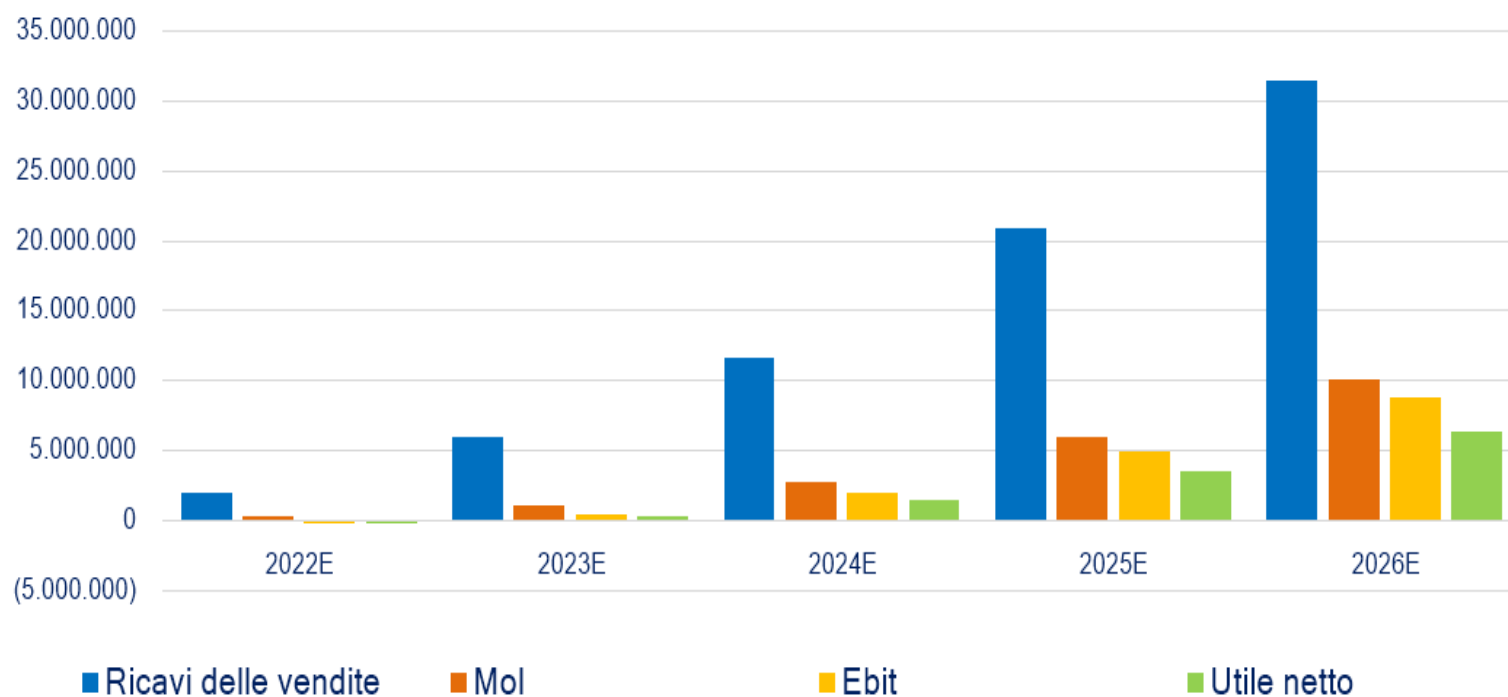
4.4 Conto Economico Riclassificato

4.4.1 Conto Economico a valore aggiunto

Anni	2022E		2023E		2024E		2025E		2026E	
	€'	% ricavi	€'	% ricavi	€'	% ricavi	€'	% ricavi	€'	% ricavi
(+) Ricavi dalle vendite e prestazioni	1.955.000	100,0%	5.868.250	100,0%	11.607.300	100,0%	20.819.600	100,0%	31.415.600	100,0%
(+/-) Variazione delle rimanenze prodotti finiti	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Altri ricavi	300.000	15,3%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Costi capitalizzati	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Valore della produzione operativa	2.255.000	115,3%	5.868.250	100,0%	11.607.300	100,0%	20.819.600	100,0%	31.415.600	100,0%
(-) Acquisti di merci	(84.000)	-4,3%	(168.000)	-2,9%	(168.000)	-1,4%	(168.000)	-0,8%	(168.000)	-0,5%
(-) Acquisti di servizi	(1.189.020)	-60,8%	(3.299.430)	-56,2%	(6.871.225)	-59,2%	(12.376.395)	-59,4%	(18.657.515)	-59,4%
(-) Godimento beni di terzi	(95.000)	-4,9%	(180.000)	-3,1%	(250.000)	-2,2%	(320.000)	-1,5%	(320.000)	-1,0%
(-) Oneri diversi di gestione	(44.000)	-2,3%	(98.000)	-1,7%	(148.000)	-1,3%	(198.000)	-1,0%	(198.000)	-0,6%
(+/-) Variazione rimanenze materie prime	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Costi della produzione	(1.412.020)	-72,2%	(3.745.430)	-63,8%	(7.437.225)	-64,1%	(13.062.395)	-62,7%	(19.343.515)	-61,6%
VALORE AGGIUNTO	842.980	43,1%	2.122.820	36,2%	4.170.075	35,9%	7.757.205	37,3%	12.072.085	38,4%
(-) Costi del personale	(507.101)	-25,9%	(1.014.150)	-17,3%	(1.448.600)	-12,5%	(1.883.050)	-9,0%	(2.077.501)	-6,6%
MARGINE OPERATIVO LORDO (MOL)	335.879	17,2%	1.108.670	18,9%	2.721.475	23,4%	5.874.155	28,2%	9.994.584	31,8%
(-) Ammortamenti	(493.938)	-25,3%	(678.850)	-11,6%	(719.013)	-6,2%	(925.675)	-4,4%	(1.138.525)	-3,6%
(-) Accanton. e sval. attivo corrente	(10.108)	-0,5%	(23.378)	-0,4%	(47.301)	-0,4%	(85.703)	-0,4%	(129.872)	-0,4%
RISULTATO OPERATIVO (EBIT)	(168.167)	-8,6%	406.442	6,9%	1.955.161	16,8%	4.862.777	23,4%	8.726.187	27,8%
(-) Oneri finanziari	(500)	0,0%	(500)	0,0%	(500)	0,0%	(500)	0,0%	(500)	0,0%
(+) Proventi finanziari	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Saldo gestione finanziaria	(500)	0,0%	(500)	0,0%	(500)	0,0%	(500)	0,0%	(500)	0,0%
(-) Altri costi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
(+) Altri ricavi e proventi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Saldo altri ricavi e costi non operativi	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
RISULTATO PRIMA IMPOSTE	(168.667)	-8,6%	405.942	6,9%	1.954.661	16,8%	4.862.277	23,4%	8.725.687	27,8%
(-) Imposte sul reddito	0	0,0%	(73.709)	-1,3%	(547.215)	-4,7%	(1.359.937)	-6,5%	(2.439.551)	-7,8%
RISULTATO NETTO	(168.667)	-8,6%	332.233	5,7%	1.407.447	12,1%	3.502.340	16,8%	6.286.136	20,0%

4.4.2 Analisi principali dati economici

Anni	2022E		2023E		2024E		2025E		2026E	
	€'	change %	€'	change %	€'	change %	€'	change %	€'	change %
Ricavi delle vendite	1.955.000	-	5.868.250	200,2%	11.607.300	97,8%	20.819.600	79,4%	31.415.600	50,9%
VdP	2.255.000	-	5.868.250	160,2%	11.607.300	97,8%	20.819.600	79,4%	31.415.600	50,9%
Mol	335.879	-	1.108.670	230,1%	2.721.475	145,5%	5.874.155	115,8%	9.994.584	70,1%
Ebit	(168.167)	-	406.442	341,7%	1.955.161	381,0%	4.862.777	148,7%	8.726.187	79,4%
Ebt	(168.667)	-	405.942	340,7%	1.954.661	381,5%	4.862.277	148,8%	8.725.687	79,5%
Utile netto	(168.667)	-	332.233	297,0%	1.407.447	323,6%	3.502.340	148,8%	6.286.136	79,5%



4.5 Rendiconto Finanziario

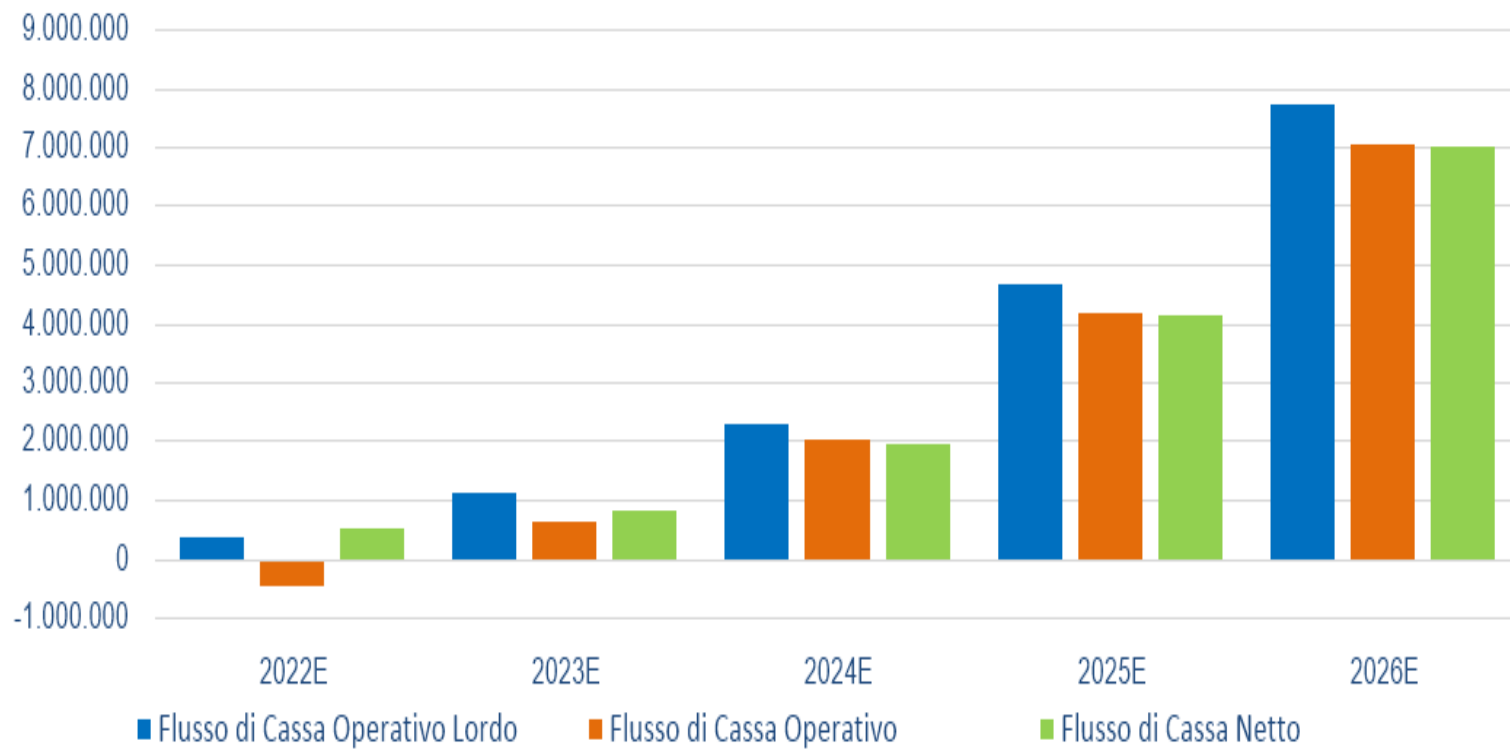
Anni	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
	e'	e'	e'	e'	e'
+/- Ebit	(168.167)	406.442	1.955.161	4.862.777	8.726.187
- Imposte figurative	0	(73.829)	(547.335)	(1.360.057)	(2.439.671)
+/- Nopat	(168.167)	332.613	1.407.827	3.502.720	6.286.516
+ Ammortamento Accantonamenti e Tfr	542.079	778.289	874.959	1.152.607	1.424.210
Flusso di cassa operativo lordo	373.912	1.110.902	2.282.785	4.655.327	7.710.726
+/- Clienti	(192.052)	(252.130)	(454.541)	(729.628)	(839.219)
+/- Rimanenze	0	0	0	0	0
+/- Fornitori	154.266	256.925	408.291	623.140	697.985
+/- Altre attività	0	0	0	0	0
+/- Altre passività	133.734	87.442	410.709	344.801	261.690
+/- Variazione fondi	(10.108)	(23.378)	(47.301)	(85.703)	(129.872)
Variazione CCN	85.840	68.860	317.157	152.610	(9.416)
Flusso di cassa della gestione corrente	459.752	1.179.761	2.599.942	4.807.937	7.701.310
+/- Investimenti / Disinvestimenti	(945.000)	(545.000)	(595.000)	(645.000)	(645.000)
Flusso di Cassa Operativo	(485.248)	634.761	2.004.942	4.162.937	7.056.310
+ Scudo fiscale del debito	0	120	120	120	120
+/- Proventi/Oneri straordinari	0	0	0	0	0
+/- Proventi/Oneri finanziari	(500)	(500)	(500)	(500)	(500)
+/- Partecipazioni e titoli	0	0	0	0	0
Flusso di Cassa al servizio del debito	(485.748)	634.381	2.004.562	4.162.557	7.055.930
+/- Utilizzo banche a breve	0	0	0	0	0
+ Accensione Mutuo	0	0	0	0	0
- Restituzione Mutuo	0	0	0	0	0
+/- Finanziamento soci	0	0	0	0	0
+/- Equity	1.000.000	0	0	0	0
- Canoni Leasing	0	0	0	0	0
+/- Altri crediti/debiti finanziari	0	180.000	(45.000)	(45.000)	(45.000)
Flusso di cassa per azionisti	514.252	814.381	1.959.562	4.117.557	7.010.930
- Dividendo distribuito	0	0	0	0	0
Flusso di cassa netto	514.252	814.381	1.959.562	4.117.557	7.010.930
Cumulato con cassa anno precedente	514.252	1.328.634	3.288.196	7.405.753	14.416.683

4.5.1 Analisi Cash Flow

Anni	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
	e'	e'	e'	e'	e'
Flusso di cassa operativo lordo	373.912	1.110.902	2.282.785	4.655.327	7.710.726
Variazione CCN	85.840	68.860	317.157	152.610	(9.416)
Flusso di cassa della gestione corrente	459.752	1.179.761	2.599.942	4.807.937	7.701.310
Flusso di Cassa Operativo	(485.248)	634.761	2.004.942	4.162.937	7.056.310
Flusso di Cassa al servizio del debito	(485.748)	634.381	2.004.562	4.162.557	7.055.930
Flusso di cassa per azionisti	514.252	814.381	1.959.562	4.117.557	7.010.930
Flusso di cassa netto	514.252	814.381	1.959.562	4.117.557	7.010.930

4.5.2 Andamento Cash Flow

Anni	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
	%	%	%	%	%
Flusso di cassa operativo lordo	-	197,1%	105,5%	103,9%	65,6%
Variazione CCN	-	-19,8%	360,6%	-51,9%	-106,2%
Flusso di cassa della gestione corrente	-	156,6%	120,4%	84,9%	60,2%
Flusso di Cassa Operativo	-	230,8%	215,9%	107,6%	69,5%
Flusso di Cassa al servizio del debito	-	230,6%	216,0%	107,7%	69,5%
Flusso di cassa per azionisti	-	58,4%	140,6%	110,1%	70,3%
Flusso di cassa netto	-	58,4%	140,6%	110,1%	70,3%



5 Procedure Operative di Valutazione

5.1 Valutazione con il Metodo Patrimoniale

Intendendosi quantificare il valore di Wealty SA con una metodologia puramente patrimoniale, occorre addivenire, come discusso in precedenza, alla stima del patrimonio netto rettificato, qui indicato con K'.

Nel caso in esame, il patrimonio netto rettificato è stato determinato con riferimento ai valori patrimoniali espressi dalla situazione patrimoniale della Società al 30 giugno 2021.

In tal senso, i valori risultanti dal prospetto patrimoniale sopra richiamato sono stati oggetto di valutazione e ove ritenuti rappresentativi dell'effettivo valore delle attività e passività a cui si riferiscono sono stati confermati. Diversamente, nel caso in cui si siano riscontrate divergenze tra il dato contabile ed il valore corrente dell'elemento sottostante si è provveduto a rideterminarne il valore adeguandolo al valore corrente.

Poste dell'Attivo

Con riferimento alle poste patrimoniali dell'Attivo si è ritenuto di procedere come segue.

Non si è ritenuto di apportare alcuna rettifica ai valori contabili delle immobilizzazioni. Pertanto, il totale delle immobilizzazioni considerato ai fini della presente valutazione coincide con il totale riportato in bilancio. Non si è apportata alcuna rettifica ai valori contabili dell'Attivo Circolante, che pertanto sono stati assunti pari ai valori da bilancio.

Non si è ritenuto di apportare alcuna rettifica alle poste della categoria D (Debiti), il cui valore totale da considerarsi per la presente valutazione coincide quindi con quello iscritto a bilancio.

Poste del Passivo

In sede di verifica si sono adottate le seguenti rettifiche alle poste patrimoniali del Passivo.

Non si è ritenuto di apportare alcuna rettifica alle poste della categoria D (Debiti), il cui valore totale da considerarsi per la presente valutazione coincide quindi con quello iscritto a bilancio.

Il valore totale delle Passività iscritte a bilancio non risulta in definitiva subire rettifiche rispetto al dato contabile.

STATO PATRIMONIALE	Ultimo bilancio	Rettifiche	Valore finale
ATTIVO	2021	(+/-)	2021
A) CRED. VERSO SOCI PER VERS. ANCORA DOVUTI	0		0
B) IMMOBILIZZAZIONI			
I) Immobilizzazioni immateriali:			
1) Costi d'impianto e di ampliamento	0		0

2) Costi di ricerca, sviluppo e pubblicità	0		0
3) Diritti di brevetto e di uso di opere d'ingegno	450.000	0	450.000
4) Concessioni, licenze, marchi e diritti	650.000	0	650.000
5) Avviamento	0		0
6) Immobilizzazioni in corso e acconti	0		0
7) Altre	0		0
TOTALE	1.100.000	0	1.100.000

II) Immobilizzazioni materiali:

1) Terreni e fabbricati	0		0
2) Impianti e macchinario	0		0
3) Attrezzature industriali e commerciali	0		0
4) Altri beni	0		0
5) Immobilizzazioni in corso e acconti	0		0
TOTALE	0	0	0

III) Immobilizzazioni finanziarie:

1) Partecipazioni	0		0
2) Crediti:	0		0
3) Altri titoli	0		0
4) Azioni proprie	0		0
TOTALE	0	0	0

TOTALE B) IMMOBILIZZAZIONI	1.100.000	0	1.100.000
-----------------------------------	------------------	----------	------------------

C) ATTIVO CIRCOLANTE

I) Rimanenze:

1) Materie prime, sussidiarie, di consumo	0		0
2) Prodotti in corso di lavorazione e semilavorati	0		0
3) Lavori in corso su ordinazione	0		0
4) Prodotti finiti e merci	0		0
5) Acconti	0		0
TOTALE	0	0	0

II) Crediti:

1) verso clienti	0		0
2) verso imprese controllate	0		0
3) verso imprese collegate	0		0
4) verso controllanti	0		0
4-bis) crediti tributari	0		0
4-ter) imposte anticipate	0		0
5) verso altri	0		0
TOTALE	0	0	0

III) Attività finanziarie non immobilizzate:

IV) Disponibilità liquide:	0		0
TOTALE	0	0	0

TOTALE C) ATTIVO CIRCOLANTE	0	0	0
------------------------------------	----------	----------	----------

D) RATEI E RISCOINTI	0		0
----------------------	---	--	---

TOTALE ATTIVO	1.100.000	0	1.100.000
----------------------	------------------	----------	------------------

PASSIVO	2021	Rettifiche (+/-)	2021
B) FONDI PER RISCHI E ONERI	0		0
C) TRATT. DI FINE RAPP. DI LAV. SUBORDIN.	0		0
D) DEBITI			
1) Obbligazioni	0		0
2) Obbligazioni convertibili	0		0
3) Debiti vs soci per finanziamenti	0		0
4) Debiti verso banche	0		0
5) Debiti verso altri finanziatori	0		0
6) Acconti	0		0
7) Debiti verso fornitori	0		0
8) Debiti rappresentati da titoli di credito	0		0
9) Debiti verso imprese controllate	0		0
10) Debiti verso imprese collegate	0		0
11) Debiti verso controllanti	0		0
12) Debiti tributari	0		0
13) Debiti verso istituti di previdenza	0		0
14) Altri debiti	0		0
TOTALE	0	0	0
E) RATEI E RISCOINTI	0		0

TOTALE PASSIVITA'	0	0	0
--------------------------	----------	----------	----------

rettifica
Intangibles

K' RETTIFICATO

ATTIVITA' RETTIFICATE € 1.100.000

PASSIVITA' RETTIFICATE € 0

K' rettificato senza effetto fiscale € 1.100.000

effetto fiscale
(+/-)

K' rettificato al netto dell'effetto fiscale € 1.100.000

5.1.1 Valore dell'azienda con il metodo patrimoniale

A seguito della procedura di verifica delle poste patrimoniali, il valore totale dell'Attivo non risulta discostarsi dal dato contabile ed è pertanto quantificabile in un valore di € 1.100.000.

Anche il valore totale del Passivo rettificato risulta conforme al valore di bilancio ed è quindi pari a € 1.100.000.

Sulla base dei valori dell'Attivo e del Passivo così determinati, è possibile calcolare per differenza il valore rettificato del Patrimonio Netto. Non essendosi tuttavia registrata alcuna rettifica ai valori patrimoniali di Attivo e Passivo, tale valore coincide con quello iscritto a bilancio ed è pertanto quantificabile in € 1.100.000.

Nell'ottica di una valutazione puramente patrimoniale, il valore dell'Equity dell'azienda coincide con il valore del Patrimonio Netto Rettificato e si ha pertanto:

$$W = € 1.100.000$$

5.2 Valutazione con i Metodi Redditali

I metodi puramente redditali, come discusso in precedenza, stimano il valore dell'azienda sulla base della capacità previsionale della stessa di generare redditi. A tal fine è necessario elaborare una metodologia di previsione della redditività attesa. La tecnica reddituale a durata definita e quella della durata perpetua presuppongono la stima del reddito medio atteso che l'azienda sarà in grado di produrre in un determinato orizzonte previsionale. La tecnica reddituale complessa muove invece dalla stima puntuale dei redditi attesi in ciascuno degli anni dell'orizzonte previsionale che corrisponde, nel caso in esame, ad un periodo di 5 anni successivo alla valutazione.

Ai fini della stima del reddito medio atteso si è considerato un orizzonte di analisi costituito essenzialmente dai 5 anni successivi (2022 - 2026), in cui sono stati presi in considerazione dati previsionali. In altri termini, per garantire una maggiore robustezza dell'analisi, il reddito atteso è stato stimato a partire dai soli dati previsionali con aggiunta del dato consuntivo 2021 pari a 0. Tale reddito è stato assunto pari alla media ponderata dell'utile netto dei 6 anni di analisi, tenendo in conto inoltre dell'effetto previsto di rivalutazione monetaria durante il periodo previsionale. I valori consuntivi e attesi dell'utile netto ed i fattori di ponderazione (che includono i coefficienti di rivalutazione monetaria) sono riportati nella tabella sottostante. Sulla base di tale metodologia è stato stimato un reddito medio atteso pari a € 1.560.806. Tale valore è da intendersi come utile netto previsionale atteso in un periodo di durata definita successivo alla valutazione.

	UTILE NETTO	Indice di ponderazione (inclusi i coefficienti di rivalutazione monetaria)	Reddito ponderato
2026E	6.286.136	0,62	3.897.404
2025E	3.502.340	0,69	2.416.615
2024E	1.407.447	0,75	1.055.585
2023E	332.233	0,83	275.753
2022E	(168.667)	0,91	(153.487)
2021	0	1,00	0
(Reddito Medio Atteso (su base previsionale))			1.560.806

5.2.1 Determinazione del costo del capitale (Ke)

Tasso Free risk (Rf) 1,00%

Equity Risk Premium (ERP) 7,53%

Debito (D)

Beta Unlevered (Bu) 1,60

Scelta del Beta Beta unlevered

Beta Levered (Bl)

Ke scelto per scontare redditi Anno 2021

Costo del Capitale Proprio (Ke) 13,05% $Ke = Rf + Bu*ERP = 1,00\% + 1,60*7,53\% = 13,05\%$

Il Ke scelto verrà impiegato per attualizzare i redditi attesi nel Metodo della rendita a durata definita e nel Metodo della rendita perpetua.

5.2.2 Metodo della rendita a durata infinita

Ai fini della stima del valore si ipotizza che l'azienda sia in grado di produrre un reddito, da intendersi come precedentemente definito, pari a € 1.560.806 per i 5 anni successivi alla valutazione (periodo 2022 - 2026). Il valore dell'azienda determinato con la presente metodologia è pari al valore attuale dei flussi di reddito attesi, scontati ad un tasso pari al 13,05% che rappresenta il costo dell'Equity, ovvero il tasso di remunerazione del capitale di rischio atteso dai soci/azionisti. Per la determinazione del costo del capitale proprio si rimanda alla relativa sezione discussa con riferimento al metodo di valutazione finanziaria. Sulla base della tecnica descritta il valore stimato dell'azienda risulta pari a € 5.483.294.

Reddito medio periodo (R)	1.560.806
Costo del Capitale Proprio (Ke)	13,05%
Numero anni (n)	5

$$W = R * a_{\overline{n}|Ke}$$

€ 5.483.294

$$W = R * a_{\overline{n}|Ke} = R * [1 - 1/(1 + Ke)^n]/Ke = 1.560.806 * [1 - 1/(1 + 13,05\%)^5]/13,05\% = 5.483.294$$

5.2.3 Metodo della rendita perpetua

Il presente modello di valutazione presuppone che l'azienda sia in grado, a partire dal 2022, di produrre costantemente negli anni un reddito pari al reddito medio atteso di cui in precedenza, pari a € 1.560.806. Supponendo che l'azienda sia in grado di mantenere tale capacità reddituale indefinitamente, il valore stimato della stessa sarà pari al reddito medio diviso per il costo del capitale proprio, pari al 13,05%. Impiegando tale metodologia, si stima che l'azienda vale € 11.962.035.

Costo del Capitale Proprio (Ke)	13,05%	Tasso di attualizzazione del sovrareddito
n	5	Numero di anni nel periodo di valutazione preso in considerazione

Da un punto di vista reddituale. la valutazione si basa sull'ipotesi che l'azienda sia in grado di produrre un reddito annuo costante e pari ad € 1.560.806 per 5 anni a partire dal 2022 e fino al 2026.

$W = K' + (R - Ke * K') * a_{\overline{n}}(n, Ke) =$	€ 6.079.063
--	--------------------

$$W = K' + (R - Ke * K') * a_{\overline{n}}(n, Ke) = K' + (R - Ke * K') * [1 - 1/(1 + Ke)^n] / Ke = 1.100.000 + (1.560.806 - 13,05\% * 1.100.000) * [1 - 1/(1 + 13,05\%)^5] / 13,05\% = 6.079.063$$

5.4 Valutazione con il Metodo EVA

Come già ricordato, il metodo EVA si basa sulla stima dei flussi previsionali di Economic Value Added e sulla loro attualizzazione al WACC. L'EVA dipende quindi capitale investito netto, dal ROIC e dallo stesso WACC.

Di seguito riportato il calcolo delle grandezze menzionate al fine della valutazione.

$$ROIC = NOPAT / \text{Capitale Investito}$$

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
NOPAT	-168.167	332.613	1.407.827	3.502.720	6.286.516
Capitale investito	1.931.333	2.443.566	3.806.013	7.263.353	13.504.489
ROIC	-8,7%	13,6%	37,0%	48,2%	46,6%
WACC	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%
EVA	-420.167	13.776	911.218	2.554.998	4.524.450
EVA attualizzati	-371.671	10.780	630.504	1.563.843	2.449.658

5.4.1 Valore dell'azienda

È il frutto della sommatoria dei flussi attualizzati e del capitale investito all'inizio del periodo.

Valore attuale EVA anni di previsione esplicita	4.283.113
Capitale investito anno 2021	1.100.000
Posizione finanziaria netta anno 2021	0
Altre attività non operative anno 2021	0
Aumento di capitale	0
Dividendo	0

W	€ 5.383.113
----------	--------------------

In base alla procedura sopra descritta il valore dell'azienda con il metodo EVA risulta pari a € 5.383.113.

5.5 Valutazione Con Il Metodo Finanziario del Discounted Cash-Flow

Tale metodo di valutazione rientra nell'ambito dell'approccio metodologico conosciuto come Discounted Cash Flows (DCF), nella versione Unlevered Discounted Cash Flows Analysis, il quale, si è già detto, trova il suo fondamento nella attualizzazione dei flussi monetari attesi dall'investimento, incluso il valore residuo del patrimonio, dal quale verrà poi dedotto l'importo della posizione finanziaria netta.

Il metodo finanziario utilizzato è stato implementato attraverso i seguenti passaggi metodologici:

- la stima dei Free Cash Flows for the Firm (FCFF);
- la valutazione delle attività operative (Enterprise value), condotta mediante l'attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti in base al costo medio ponderato del capitale (WACC);
- la valutazione della Posizione Finanziaria Netta, sulla base dei valori forniti dalla Società;
- la determinazione dell'Equity Value, attraverso la somma algebrica tra il valore delle attività operative e il valore della Posizione Finanziaria Netta.

Tenuto conto che nell'arco temporale preso in considerazione il tasso di inflazione è stato assunto contenuto entro limiti ragionevoli, sia i flussi sia i tassi adottati per la valutazione sono al valore nominale.

La valutazione dei flussi di cassa generati dalla gestione caratteristica della Società è stata compiuta su un orizzonte temporale di cinque anni, dal 2022 al 2026. L'esercizio 2021 costituisce la base di riferimento costituendo la stessa una situazione contabile oramai cristallizzata alla data della presente valutazione.

5.5.1 Stima del WACC

Come discusso alla relativa sezione, la tecnica qui impiegata prevede la stima del WACC in ciascuno degli anni di previsione. Il presente paragrafo intende illustrare il procedimento di stima con riferimento al primo di tali anni, il 2022. Il punto di partenza per la stima del costo del capitale è la determinazione della struttura di finanziamento dell'azienda in termini di capitale di rischio e capitale di debito. Per l'anno in esame si assume un valore dell'equity pari a € 1.100.000 ed un capitale di debito di € 0.

DEBITO (D)	0
EQUITY (E)	1.100.000

Ai fini della stima del costo del capitale proprio, si considera un tasso degli investimenti privi di rischio pari a 1,00%, un premio di mercato per il rischio pari a 7,53% e un coefficiente beta unlevered di 1,60. Tale coefficiente è assunto in misura doppia rispetto al Beta inerente alle aziende "Sistemi informativi per la Sanità", Fonte Damodaran 2021.

La motivazione risiede della maggior rischiosità del progetto Wealty rispetto ad aziende di settore comparabili già avviate. Sulla base di questi dati il costo dell'equity K_e per l'anno previsionale 2022 risulta pari a 13,05%. In relazione alla stima del costo del capitale di debito, si assume che l'azienda sia in grado di finanziarsi ad un costo del 5,00%. Al netto dell'effetto fiscale, in relazione al quale si assume un'aliquota del 24,00%, tale tasso risulta pari a 3,80%.

Tasso Free Risk netto (Rf)	1,00%
Equity Risk Premium (ERP)	7,53%
Beta Unlevered (Bu)	1,60
Costo del debito (Kd)	5,00%
Scelta del Beta	Beta unlevered
Debito (D)	Pfn

Si riporta di seguito l'andamento del WACC nei 5 anni del piano previsionale ed i relativi parametri che ne influenzano il calcolo. Si noti come l'aver considerato il beta unlevered per il calcolo del K_e renda quest'ultimo parametro indipendente dalla struttura di finanziamento dell'azienda e costante per tutti gli anni di previsione.

WACC	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Posizione Finanziaria Netta (D)	0	(514.252)	(1.148.634)	(3.153.196)	(7.315.753)	(14.371.683)
Equity (E)	1.100.000	1.931.333	2.263.566	3.671.013	7.173.353	13.459.489
D/(D + E)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
E/(D + E)	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00
Beta Unlevered	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60	1,60
D/E	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Costo del Capitale Proprio (Ke)	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%
Kd*(1 - t)	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%	3,80%
Aliquota IRES	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%	24,0%
Andamento puntuale WACC	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%

Si è ritenuto di scegliere come tasso di attualizzazione dei flussi finanziari il WACC dell'anno 2021 in quanto maggiormente rappresentativo delle caratteristiche a regime dell'azienda. Si riporta il dettaglio del calcolo del WACC con riferimento all'anno 2021.

Beta unlevered (Bu)	1,60
K_e	13,05% $K_e = R_f + Bu * ERP = 1,00\% + 1,60 * 7,53\% = 13,05\%$
$K_d * (1 - t)$	3,80% $K_d * (1 - t) = 5,00\% * (1 - 24,0\%) = 3,80\%$
$D / (D + E)$	0,00 $D / (D + E) = 0 / (0 + 1.100.000) = 0,00$
$E / (D + E)$	1,00 $E / (D + E) = 1.100.000 / (0 + 1.100.000) = 1,00$
WACC	13,05% $WACC = k_d * (1 - t) * D / (D + E) + K_e * E / (D + E) = 5,00\% * (1 - 24,0\%) * 0,00 + 13,05\% * 1,00 = 13,05\%$

Il flusso finanziario considerato ai fini della valutazione è il Flusso di Cassa Operativo, la cui procedura di calcolo, già esposta nel rendiconto finanziario previsionale, si

richiama di seguito, evidenziando gli elementi che concorrono alla sua formazione a partire dal reddito operativo (Ebit).

Flussi di Cassa Operativi (FCO)	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
Ebit	(168.167)	406.442	1.955.161	4.862.777	8.726.187
- Imposte figurative	0	(73.829)	(547.335)	(1.360.057)	(2.439.671)
NOPAT	(168.167)	332.613	1.407.827	3.502.720	6.286.516
+ Ammortamenti, accantonamenti e TFR	542.079	778.289	874.959	1.152.607	1.424.210
+/- Variazioni del circolante	85.840	68.860	317.157	152.610	(9.416)
+/- Investimenti/disinvestimenti	(945.000)	(545.000)	(595.000)	(645.000)	(645.000)
Flusso di Cassa Operativo (FCO)	(485.248)	634.761	2.004.942	4.162.937	7.056.310
WACC	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%	13,05%
Fattore di attualizzazione	0,88	0,78	0,69	0,61	0,54
Flusso di Cassa Operativo attualizzato	(429.241)	496.689	1.387.290	2.548.017	3.820.474

I flussi di cassa presi in considerazione per la valutazione si limitano a quelli previsti per i 5 anni di previsione esplicita. Non si è tenuto conto del cosiddetto Terminal Value.

5.5.2 Valore dell'Azienda

Nonostante si assume che l'azienda sia in grado di generare in un orizzonte temporale indeterminato, a decorrere dall'anno 2027, dei flussi di cassa non si provvede in via prudenziale a determinare il tasso di crescita ed il corrispondente terminal value.

Di conseguenza si considera esclusivamente il valore attuale dei flussi di cassa previsionali ipotizzati. Ai fini della valutazione dell'azienda, tale contributo, interpretabile come valore del capitale investito netto operativo all'anno 2021 va corretto tenendo in conto della posizione finanziaria dell'azienda e di eventuali attività non operative. In particolar modo, la posizione finanziaria netta va sottratta al capitale investito mentre il termine di Surplus Asset va aggiunto per determinare il valore totale dell'azienda. Sulla base di tali considerazioni si stima che il valore dell'azienda sia pari a 7.823.231. Si riportano in tabella i valori della posizione finanziaria netta e del Surplus Asset.

CAPITALE OPERATIVO INVESTITO NETTO = VAN =	7.823.231
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA (PFN) anno 2021 =	0
SURPLUS ASSET (SA) * =	0
VALORE AZIENDA = CAPITALE OPERATIVO - PFN + SA =	€ 7.823.231

* I Surplus Asset sono assimilabili, ad esempio, a partecipazioni societarie non operative, immobili civili, etc

6 Conclusioni

Nel presente lavoro si è provveduto a quantificare il valore dell'azienda Wealty SA attraverso l'impiego di diverse tecniche analitiche, ciascuna differente in quanto a metodologie adottate e risultati, seppur basate su un medesimo scenario di cui si è data illustrazione in precedenza.

Di seguito si riporta il prospetto riepilogativo dei risultati ottenuti con i diversi metodi.

6.1 Valutazione dell'azienda Wealty SA

METODO	VALORE [€]
Patrimoniale	€ 1.100.000
Metodo della rendita di durata definita	€ 5.483.294
Metodo della rendita perpetua	€ 11.962.035
Metodo reddituale complesso	€ 6.633.986
Metodo Misto Patrimoniale-Reddituale	€ 6.079.063
Metodo finanziario (DCF)	€ 7.823.231
Metodo EVA	€ 5.383.113

Sulla base dei valori sopra esposti si ritiene di escludere in termini di devianza e varianza i parametri di picco massimo e minimo rappresentati dal Metodo della rendita perpetua e del Metodo Patrimoniale. Si perviene dunque ad un range oscillante tra Euro 5.383.113 rappresentato dal metodo EVA ed Euro 7.823.113 rappresentato dal metodo finanziario DCF, corrispondente ad un valore medio di Euro 6.280.537.

A fronte delle considerazioni sopra espone e delle valutazioni effettuate, considerato che le stime adottate prevedono un aumento di capitale sociale di circa 1.000.000 di euro, si attesta che il valore attribuibile al 100% delle azioni Wealty Sa, intendendosi il per valore di partecipazione quello cosiddetto pre-money, è almeno pari ad Euro **5.000.000,00 (cinquemilioni/zerozero)**. Se ne desume che il valore della partecipazione nella misura del 40% del complesso dei beni organizzati oggetto di conferimento risulta pari ad almeno Euro **2.000.000,00 (duemilioni/zerozero)** e di conseguenza qualora il conferimento fosse riferito al 20% delle azioni, tale valore risulterebbe di Euro **1.000.000,00 (unmilione/zerozero)**.

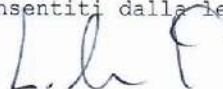
La valutazione della predetta azienda, pe le quote del 100%, 40% e 20%, assolvendo l'incarico conferito, viene asseverata ai fini negoziale e ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343 del Codice Civile.

Il presente atto si compone di numero cinquantaquattro fogli dattiloscritti per numero facciate cinquantaquattro e fin qui della cinquantatreesima.

Roma, li 25/11/21

In fede e per gli usi consentiti dalla legge

Dott. Lionello Ferrante



Dottore Commercialista ed Esperto Contabile

Revisore Legale dei Conti

