

## **Perizia di stima**

per la valutazione di n. **28.263** azioni corrispondenti al **4,26%** del capitale sociale detenute dal

**[REDACTED]** in

### **“Servizi Logistici S.p.A.”**



con sede a Padova (PD), via Svevia n. 9, capitale sociale di nominali euro 663.000,00 i.v.  
codice fiscale, partita I.V.A. e n. di iscrizione al registro delle imprese di Padova: 02707380289

REA n.: PD-301271

**Sommario**

<b>1</b>	<b>PREMESSA .....</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>DATA DI RIFERIMENTO .....</b>	<b>3</b>
<b>3</b>	<b>DISCLAIMER E ASSUNZIONI .....</b>	<b>4</b>
<b>4</b>	<b>DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA .....</b>	<b>5</b>
<b>5</b>	<b>IL PROFILO DELLA SOCIETÀ.....</b>	<b>6</b>
<b>6</b>	<b>LE PREVISIONI DELLO STATUTO.....</b>	<b>12</b>
<b>7</b>	<b>I DATI DI BILANCIO .....</b>	<b>12</b>
<b>8</b>	<b>METODI DI VALUTAZIONE .....</b>	<b>16</b>
<b>9</b>	<b>SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE E LA STIMA .....</b>	<b>23</b>
<b>10</b>	<b>CONCLUSIONI .....</b>	<b>26</b>

## **1 PREMESSA**

La sottoscritta Dott.ssa Stefania Martignon, nata a Dolo (VE) il 06.01.1984, C.F. MRTSFN84A46D325F, con studio in Dolo (VE), via Comunetto 11 int. 3, veniva incaricato in data 16.05.2023 dalla [REDACTED]

[REDACTED] al fine di stimare il valore delle azioni detenute dal Fallimento [REDACTED] nella società SERVIZI LOGISTICI S.P.A. corrispondenti al 4,26% del capitale sociale, al fine della vendita competitiva delle stesse ai sensi degli artt. 107 e ss. L.F.

\* \* \*

I principi italiani di valutazione (PIV) indicano quelli che sono gli imprescindibili requisiti soggettivi dell'esperto stimatore:

- a) il rispetto dell'etica professionale;
- b) l'indipendenza richiesta dal tipo di mandato ricevuto;
- c) l'oggettività nella ricerca degli elementi informativi, nelle successive elaborazioni e nella trasmissione dei risultati, distinguendo i dati di fatto dalle interpretazioni e dai giudizi personali;
- d) la diligenza nello svolgimento delle diverse fasi del processo valutativo, come pure nella verifica della sussistenza delle condizioni per poter svolgere correttamente il proprio mandato;
- e) le doti di professionalità e di competenza tecnica richieste, come pure il livello delle conoscenze necessarie dallo svolgimento del proprio lavoro.

Ai fini del presente incarico, si attesta il rispetto e la sussistenza dei requisiti soggettivi sopra indicati.

## **2 DATA DI RIFERIMENTO**

Per poter quantificare il valore delle azioni detenute dal Fallimento [REDACTED] nella società SERVIZI LOGISTICI S.P.A. si rende necessario, in primo luogo, individuare la data di riferimento della presente valutazione. A tal fine, la scrivente esprimerà il valore delle azioni al 31.12.2023, data alla quale sono riferite le informazioni e i dati più aggiornati disponibili presso i Pubblici Registri.

### **3 DISCLAIMER E ASSUNZIONI**

Ai fini della presente relazione va considerato che il Fallimento ██████ è un socio di minoranza della Società Servizi Logistici Spa, e non dispone di un completo asset informativo della partecipata.

Infatti, trattandosi di una società per azioni, l'azionista (peraltro di minoranza) non ha un diritto di controllo come previsto nelle società a responsabilità limitata, bensì più propriamente un diritto di ispezione limitato ai libri sociali (art. 2422 c.c.) e un diritto di informazione su determinati aspetti legati alle decisioni sociali.

Per queste ragioni, la valutazione in oggetto è basata sulle informazioni e sui documenti disponibili presso i Pubblici Registri, nonché quelli forniti dal consulente della Società partecipata ovvero disponibili sul sito internet della medesima.

\* \* \*

Si precisa, inoltre, che:

- la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali, alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili;
- la stima non tiene conto della possibilità che si verifichino eventi futuri di natura straordinaria ed imprevedibile come, ad esempio, nuove normative di settore, variazioni sostanziali della normativa fiscale ecc.;
- sebbene la stima del valore delle azioni sia da considerarsi accurata e completa da un punto di vista sostanziale, il contenuto della presente relazione non deve essere ritenuta una promessa di risultati futuri della Società partecipata;
- il perito stimatore, pur avendo adottato le precauzioni richieste dalla natura dell'incarico, svolgendolo con la diligenza propria della categoria professionale di appartenenza e con l'adeguata indipendenza di giudizio, nonché avendo svolto e valutato attentamente i dati, i documenti e le informazioni a disposizione, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità, veridicità e rappresentatività dei dati, documenti e informazioni forniti dalla Società e risultanti dai Pubblici Registri consultati;

- le conclusioni a cui il perito è pervenuto sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella presente Relazione e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà comunque essere singolarmente utilizzata rispetto al documento nella sua interezza.

Date le finalità perseguite e le conseguenti metodologie di lavoro adottate, i valori e le considerazioni qui indicate non possono, inoltre, in alcun modo fornire parametri, elementi, informazioni o valori assoluti o relativi per compiere qualsivoglia operazione o transazione o per assumere scelta o decisione in merito a tali operazioni o transazioni.

#### **4 DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA**

Ai fini dell'incarico, la scrivente ha utilizzato la documentazione pubblicata nei Pubblici Registri, quali i bilanci d'esercizio della Società partecipata al 31.12.2020, 31.12.2021 e 31.12.2022, oltre al bilancio dell'esercizio chiuso al 31.12.2023 approvato dall'Assemblea Ordinaria dei Soci in data 8.04.2024 e ad oggi in corso di pubblicazione al Registro delle Imprese, nonché le informazioni reperite nel sito internet della Società.

Si precisa, inoltre, che la Curatela del Fallimento [REDACTED] ha inviato una missiva all'organo amministrativo della Servizi Logistici S.p.A. avente ad oggetto la richiesta di trasmissione della documentazione e delle informazioni utili alla redazione della presente relazione.

I riscontri ottenuti alla predetta richiesta sono stati forniti dal consulente della società partecipata, dott. [REDACTED], come di seguito riportato:

\* \* \*

Si precisa, infine, che l'analisi svolta non ha avuto ad oggetto la verifica dell'esistenza di circostanze non comunicate e/o mantenute nascoste (principio della buona fede) dalla Società partecipata o da soggetti terzi. Pertanto, non è stata svolta alcuna autonoma verifica sulle informazioni e sui dati utilizzati, presupponendone la correttezza, completezza e accuratezza.

## **5 IL PROFILO DELLA SOCIETÀ**

La Società partecipata è stata costituita in data 31.10.1997 e contestualmente ha iniziato l'attività. La sede legale è sita in via Svezia, 9 - 35127 Padova (PD), ove viene svolta l'attività sociale. L'attività viene svolta anche presso le unità locali site in Via Nuova Zelanda 8 – Padova, in Via Inghilterra (Padova), in Via della Tecnica 2 – Conselve, in Corso Stati Uniti 18 – Padova, in Via Trentino 18/20 – Monselice, Via Umbria 14/C – Monselice, Via Emilia 26/28 Monselice – Via Delle Industrie 55 - Rovigo - Viale dell'Industria I Strada 10/11 Bagnoli di Sopra, Via Trentino 4 - Monselice e Via Dell'Artigianato 3 - Conselve; tutte adibite a depositi e magazzini (dati estratti dal sito internet della Società).

### ***Attività svolta***

SERVIZI LOGISTICI S.P.A. svolge come attività principale il coordinamento per conto dei soci dello stoccaggio, della movimentazione, del trasporto di merci e prodotti (codice Ateco 52.29.22).

Il suo oggetto sociale riporta:

- A) *“lo stoccaggio, la movimentazione, il trasporto di merci e prodotti, nonché la fornitura di tutti i servizi e l'assistenza al cliente connessi a tale attività. La promozione, il coordinamento o lo svolgimento e la gestione diretta di tutte le attività inerenti*

*all'organizzazione logistica della produzione in genere e la distribuzione fisica di merci e prodotti.*

*B) la prestazione di consulenza per l'assistenza e la formazione di enti ed imprese con riguardo in particolare, senza che ciò sia vincolo limitativo per altre iniziative connesse o correlate specificatamente a:*

- servizi di informazione e documentazione sulle politiche comunitarie, nazionali e regionali a favore delle imprese e degli enti pubblici;*
- servizi di assistenza e consulenza per la richiesta di agevolazioni finanziarie nazionali, regionali e comunitarie;*
- studi di fattibilità economica - finanziaria per la valutazione di progetti di investimento in Italia ed all'estero;*
- redazione di progetti di animazione economica territoriale e internazionalizzazione delle piccole e medie imprese;*
- l'organizzazione aziendale in tutte le sue forme e settori e l'elaborazione di dati statistici;*
- la consulenza di conduzione aziendale mediante esame ed identificazione delle problematiche relative a strategie, politiche, organizzazione, procedure e metodi;*
- la progettazione, l'organizzazione e la gestione di corsi di formazione, di aggiornamento e riqualificazione professionale e l'organizzazione del lavoro, selezione e ricerca del personale;*
- la produzione e la commercializzazione di metodologie relative alla gestione e l'organizzazione di progetti nei vari settori sia pubblici che privati;*
- la consulenza nei settori delle strategie industriali, dello sviluppo tecnologico, dell'innovazione, del trasferimento di tecnologie e della terziarizzazione dei servizi logistici.*

*L'attuazione di iniziative di assistenza e servizi utili a consentire la crescita ed aggregazione delle aziende di autotrasporto, anche mediante la realizzazione e gestione, sia diretta che indiretta, di autoparchi dotati di infrastrutture di conforto e assistenza per persone e mezzi.*

*L'assunzione e gestione, anche acquisita per gare di appalto pubbliche e private, di aree urbane ed extraurbane destinate a parcheggi per autovetture civili.*

*La fornitura di servizi strumentali e strategici alla intermodalità, quali il rapporto doganale, il rapporto della spedizione di merci e quant'altro genericamente connesso.*

*La gestione, sia in proprio che in affidamento, dei servizi alla persona e alle comunità, ivi compresi servizi di ristorazione e approntamento e destinazione di prodotti alimentari in genere anche*

*precotti e preconfezionati, attività da esercitarsi comunque in strutture adeguatamente inserite negli ambiti industriali, commerciali, direzionali e dei servizi in quanto strumentale e sinergica agli stessi.*

*In relazione all'oggetto sociale e per la miglior realizzazione dello stesso, la società potrà compiere, sia in proprio che su commissione, qualsivoglia operazione mobiliare, immobiliare, commerciale ed industriale, di interesse proprio che rientri o sia collegata, anche in modo indiretto, con lo scopo sociale.*

*Essa potrà prestare, anche in favore di terzi, garanzie reali, avalli e fidejussioni di qualsiasi genere e natura, per qualsiasi importo e periodo di tempo.*

*La società potrà inoltre assumere partecipazioni ed interessenze in altre società aventi oggetto analogo, affine o connesso al proprio e ciò in via prevalente, ma del tutto accessoria e comunque mai fini di collocamento, senza che ciò possa costituire esercizio nei confronti del pubblico di tale attività, il tutto nel rispetto dell'art.106 del dl. 01/09/1993 n. 385".*

Dal sito internet <https://servizilogistici.com/> sono state altresì ricavate ulteriori informazioni.

Nel dettaglio, la società partecipata risulta nata allo scopo di offrire un dinamico servizio alle imprese che necessitano di integrare la logistica con la produzione.

Essa annovera tra i suoi soci: Consorzio ZIP Padova, Unindustria, Unione Provinciale Artigiani, CNA, Ascom, Confesercenti.

La partecipata fornisce servizi flessibili e personalizzati di logistica e di esternalizzazione della gestione di magazzino, sulla base delle specifiche esigenze dei clienti. Essa si propone altresì di gestire la filiera di produzione o di processo con l'obiettivo di controllare costantemente le prestazioni e di migliorare l'efficienza delle attività industriali del cliente (supply chain management).

Servizi Logistici S.p.A. ha inoltre l'obiettivo di coordinare e governare con competenza tutte le operazioni di gestione della merce, garantendo il rapporto con tutti gli interlocutori del cliente, dalla catena produttiva a quella distributiva, dal fornitore dei materiali destinati alla produzione, all'azienda produttrice del prodotto finito, ai terzisti, dalla distribuzione fino al consumatore.

I servizi offerti sono i seguenti:

- deposito, Transitpoint, Trasporti terziarizzati;
- gestione certificata ordini in/out (pianificazione fabbisogno, stock, picking, etichettatura, scadenze, imballaggi, campionature, spedizioni, urgenze, resi, non conformità);
- gestione informatica dell'intero flusso di magazzino;

- depositi con impianto antincendio sprinkler;
- certificazione qualità al servizio della logistica;
- deposito Doganale e IVA.

La società partecipata risulta, come indicato nel sito internet, in possesso di una CERTIFICAZIONE DEL SISTEMA DI GESTIONE SECONDO LA NORMA UNI EN ISO 9001:2015 Certificato TUV Austria Italia NR. Q-2110-15.

**CERTIFICATO**

**TÜV AUSTRIA**

**di conformità alla norma  
UNI EN ISO 9001:2015**

Rilasciato a:

**Servizi Logistici S.p.a.**  
Sede Legale:  
**Via Svezia, 9 - 35127 Padova (PD) Italia**

Per l'implementazione del Sistema di Gestione nel sito di:

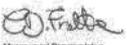
**Sede operativa:  
Via Svezia, 9 - 35127 Padova (PD) Italia**

sede centrale della certificazione di gruppo "Servizi Logistici S.p.a."  
e nei siti periferici indicati nell'allegato A del certificato n° Q-2110-15

Campo di applicazione:

**Progettazione ed erogazione di servizi logistici di deposito, stoccaggio e  
movimentazione merci. (IAF 31)**

N° registrazione certificato: Q-2110-15  
Valido fino al: 08/09/2025  
Prima certificazione: 16/09/2015

  
Management Representative

Organismo di Certificazione:  
TÜV AUSTRIA ITALIA - Blu Solutions S.r.l. Padova, 16/08/2022

La validità del presente certificato è subordinata a sorveglianza periodica e al riesame completo del sistema di gestione aziendale con periodicità triennale.  
Il presente certificato viene emesso sulla base della valutazione della precedente certificazione n° IT04/0897 del 9/6/2004.  
Il presente documento riporta informazioni sullo stato della certificazione alla data della sua emissione. Si raccomanda di verificarne la validità ed autenticità tramite il sito web [www.tuvaustriaitalia.com](http://www.tuvaustriaitalia.com) o tramite l'effettuazione della scansione del QR Code sotto indicato.  
Lo scopo indicato si riferisce al complesso di attività svolte nei diversi siti.

TÜV AUSTRIA ITALIA - Blu Solutions S.r.l. Via Enrico Fermi, 23 35136 Padova (PD)

**TÜV AUSTRIA**  
ITALIA

**ACCREDIA**  
EDITE (GRUPPO) DI ACCREDITAMENTO  
SQQ N° 084 A  
Membro degli Accordi di Mutual Recognition  
EA, IAF e ILAC  
Signatory of EA, IAF & ILAC Mutual Recognition Agreements

**IAF**  
MEMBER OF MULTILATERAL  
RECOGNITION AGREEMENTS  
Online Verification  


941893-21-6

SERVIZI LOGISTICI S.P.A. svolge la propria attività presso le seguenti piattaforme:

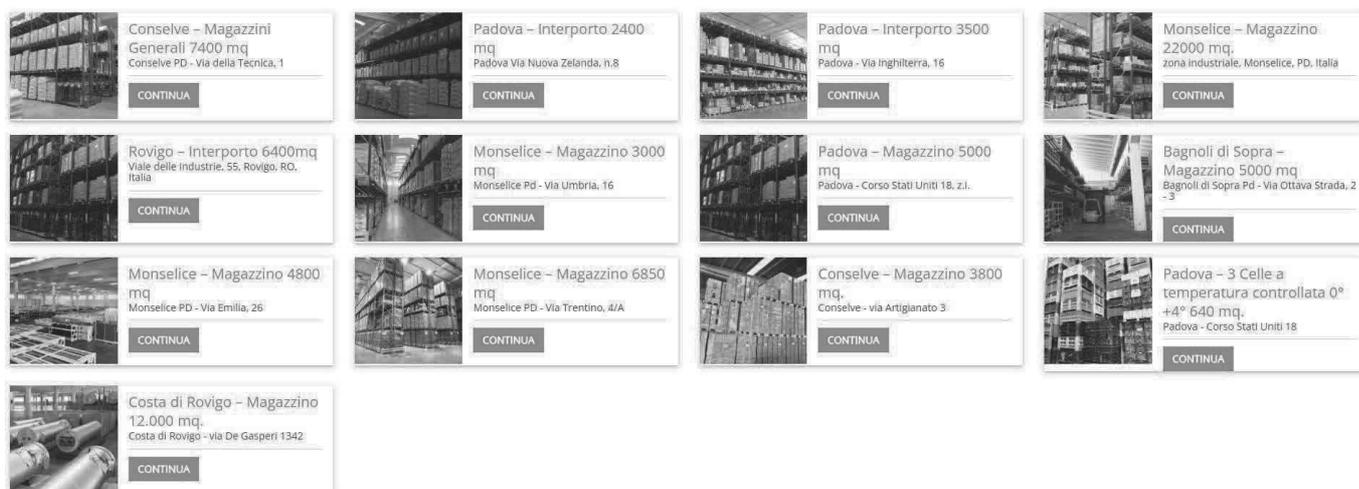
**Località: PADOVA**  
n. 1 magazzino dedicato da mq. 3.500  
n. 2 magazzini temperatura controllata da mq. 1.800  
n. 1 cella frigorifera a temperatura negativa -20° di mc. 1056  
n. 3 celle frigorifere a temperatura positiva mc. 4768

**Località: Monselice (PD)**  
n. 1 magazzino dedicato a mono cliente da mq. 22.000  
n. 1 magazzino da mq. 3.000

**Località: Conselve (PD)**  
Magazzini Generali mq. 7.400

**Località: Rovigo**  
n. 1 magazzino a temperatura controllata da mq. 6.400

**Località: Bagnoli di Sopra (PD)**  
n. 1 magazzino da mq. 5.400



Dalla relazione sulla gestione al bilancio 2022 emerge che la società è dotata di una struttura organizzativa composta di 12 persone<sup>1</sup>.

La Società risulta, come indicato in visura camerale, far parte di un contratto di rete numero repertorio: 1438 Numero registrazione: 15990 - Nome contratto: LOGISTICA PADOVA SUD.

### ***La compagine sociale e la Direzione e Coordinamento***

Il capitale sociale è detenuto dai seguenti azionisti:

<sup>1</sup> Incrementata a 13 unità nel quarto trimestre 2023, come indicato in visura camerale.



## 6 LE PREVISIONI DELLO STATUTO

Ai fini del trasferimento delle azioni si segnala la seguente clausola statutaria che disciplina il diritto di prelazione dei soci:

*Art. 11) Il socio che intende cedere tutte o parte delle proprie azioni ad estranei dovrà dare comunicazione scritta con l'indicazione dell'acquirente, delle condizioni e del prezzo proposto, all'Organo Amministrativo, il quale ne darà comunicazione agli altri soci entro quindici giorni.*

*A parità di condizioni i soci avranno diritto di prelazione per l'acquisto delle azioni in vendita e potranno rendersi acquirenti delle azioni offerte, in proporzione delle azioni rispettivamente possedute, in modo da lasciare immutato il preesistente rapporto di partecipazione al capitale.*

*Entro quindici giorni da quello in cui è ricevuta la comunicazione, i soci dovranno comunicare all'Organo Amministrativo se intendono esercitare l'acquisto; scaduto tale termine s'intenderà che vi abbiano rinunciato.*

*Inoltre, in caso di mancato esercizio della prelazione da parte dei soci, all'Organo Amministrativo è riservata la facoltà di presentare nel termine di un mese dal ricevimento della comunicazione di cui sopra altri acquirenti a parità di condizioni.*

## 7 I DATI DI BILANCIO

Stato patrimoniale	2023	2022	2021
B.I.1 - Immobilizzazioni immateriali, costi di impianto e di ampliamento	-	-	886
B.I.3 - Immobilizzazioni immateriali, diritti di brevetto industriale e diritti di utilizzazione delle opere dell'ingegno	3	385	1.148
B.I.6 - Immobilizzazioni immateriali, immobilizzazioni in corso e acconti	5.332	4.000	-
B.I.7 - Immobilizzazioni immateriali, altre	157.503	137.038	138.221
<b>B.I - Totale immobilizzazioni immateriali</b>	<b>162.838</b>	<b>141.423</b>	<b>140.255</b>
B.II.1 - Immobilizzazioni materiali, terreni e fabbricati	3.510.286	3.638.403	3.732.307
B.II.2 - Immobilizzazioni materiali, impianti e macchinario	76.593	102.634	61.402
B.II.3 - Immobilizzazioni materiali, attrezzature industriali e commerciali	93.093	103.973	46.393
B.II.4 - Immobilizzazioni materiali, altri beni	48.766	28.179	53.302
B.II.5 - Immobilizzazioni materiali, immobilizzazioni in corso e acconti	2.500	-	207.745
<b>B.II - Totale immobilizzazioni materiali</b>	<b>3.731.238</b>	<b>3.873.189</b>	<b>4.101.149</b>
B.III.1.a - Immobilizzazioni finanziarie, partecipazioni, imprese controllate	-	-	-
B.III.1.b - Immobilizzazioni finanziarie, partecipazioni, imprese collegate	97.150	97.150	97.150
B.III.1 - Immobilizzazioni finanziarie, partecipazioni, totale partecipazioni	97.150	97.150	97.150
B.III.2.d-bis - Immobilizzazioni finanziarie, crediti, verso altri, esigibili oltre l'esercizio successivo	33.975	5.423	3.575
B.III.2.d-bis - Totale crediti immobilizzati verso altri	33.975	5.423	3.575
B.III.2 - Immobilizzazioni finanziarie, crediti, totale crediti	33.975	5.423	3.575
<b>B.III - Totale immobilizzazioni finanziarie</b>	<b>131.125</b>	<b>102.573</b>	<b>100.725</b>
<b>B - Totale immobilizzazioni</b>	<b>4.025.201</b>	<b>4.117.185</b>	<b>4.342.129</b>
C.II.1 - Crediti, verso clienti, esigibili entro l'esercizio successivo	2.237.547	1.906.760	1.652.406
C.II.1 - Crediti, verso clienti, totale crediti verso clienti	2.237.547	1.906.760	1.652.406
C.II.5-bis - Crediti, crediti tributari, esigibili entro l'esercizio successivo	31.155	28.612	22.110
C.II.5-bis - Crediti, crediti tributari, esigibili oltre l'esercizio successivo	-	8.836	-
C.II.5-bis - Crediti, crediti tributari, totale crediti tributari	31.155	37.448	22.110
C.II.5-ter - Crediti, imposte anticipate, totale imposte anticipate	7.200	-	-
C.II.5-quater - Crediti, verso altri, esigibili entro l'esercizio successivo	3.291	14.328	52.145
C.II.5-quater - Crediti, verso altri, totale crediti verso altri	3.291	14.328	52.145
<b>C.II - Totale crediti</b>	<b>2.279.193</b>	<b>1.958.536</b>	<b>1.726.661</b>
C.IV.1 - Disponibilità liquide, depositi bancari e postali	1.213.220	1.396.927	686.963
C.IV.3 - Disponibilità liquide, danaro e valori in cassa	1.783	133	1.233
<b>C.IV - Totale disponibilità liquide</b>	<b>1.215.003</b>	<b>1.397.060</b>	<b>688.196</b>
<b>C - Totale attivo circolante</b>	<b>3.494.196</b>	<b>3.355.596</b>	<b>2.414.857</b>
<b>D - Attivo, ratei e risconti</b>	<b>208.666</b>	<b>198.421</b>	<b>178.897</b>
<b>Totale attivo</b>	<b>7.728.063</b>	<b>7.671.202</b>	<b>6.935.883</b>

*Dott.ssa Stefania Martignon  
Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti  
Via Comunetto n. 11 int. 3 Dolo (VE)*

A.I - Patrimonio netto, capitale	663.000	663.000	663.000
A.IV - Patrimonio netto, riserva legale	126.583	96.155	81.641
A.VI - Patrimonio netto, Altre riserve, distintamente indicate, riserva straordinaria	2.783.842	2.205.711	1.929.955
A.VI - Patrimonio netto, Altre riserve, distintamente indicate, riserva avanzo di fusione	136.764	136.764	136.764
A.VI - Totale, varie altre riserve	- 3	2	-
A.VI - Patrimonio netto, Altre riserve, distintamente indicate, totale altre riserve	2.920.603	2.342.477	2.066.719
A.VII - Patrimonio netto, riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	- 16.037	- 8.080	- 63.679
A.IX - Patrimonio netto, utile (perdita) dell'esercizio	589.823	608.559	290.270
<b>A - Totale patrimonio netto</b>	<b>4.283.972</b>	<b>3.702.111</b>	<b>3.037.951</b>

B.2 - Fondi per rischi e oneri, per imposte, anche differite	35.565	47.420	-
B.3 - Fondi per rischi e oneri, strumenti finanziari derivati passivi	16.037	8.080	63.679
B.4 - Fondi per rischi e oneri, altri	30.000	-	-
<b>B - Totale fondi per rischi ed oneri</b>	<b>81.602</b>	<b>55.500</b>	<b>63.679</b>
<b>C - Trattamento di fine rapporto di lavoro subordinato</b>	<b>99.222</b>	<b>85.509</b>	<b>73.078</b>
D.4 - Debiti, debiti verso banche, esigibili entro l'esercizio successivo	299.965	294.486	62.178
D.4 - Debiti, debiti verso banche, esigibili oltre l'esercizio successivo	1.311.526	1.547.789	1.998.314
D.4 - Debiti, debiti verso banche, totale debiti verso banche	1.611.491	1.842.275	2.060.492
D.6 - Debiti, acconti, esigibili entro l'esercizio successivo	31.594	-	-
D.6 - Debiti, acconti, totale acconti	31.594	-	-
D.7 - Debiti, debiti verso fornitori, esigibili entro l'esercizio successivo	1.268.885	1.616.680	1.484.785
D.7 - Debiti, debiti verso fornitori, totale debiti verso fornitori	1.268.885	1.616.680	1.484.785
D.11 - Debiti, debiti verso controllanti, esigibili entro l'esercizio successivo	59.263	-	-
D.11 - Debiti, debiti verso controllanti, totale debiti verso controllanti	59.263	-	-
D.12 - Debiti, debiti tributari, esigibili entro l'esercizio successivo	55.357	176.745	47.302
D.12 - Debiti, debiti tributari, totale debiti tributari	55.357	176.745	47.302
D.13 - Debiti, debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale, esigibili entro l'esercizio successivo	44.698	31.694	23.712
D.13 - Debiti, debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale, totale debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza	44.698	31.694	23.712
D.14 - Debiti, altri debiti, esigibili entro l'esercizio successivo	142.397	96.172	92.502
D.14 - Totale altri debiti	142.397	96.172	92.502
<b>D - Totale debiti</b>	<b>3.213.685</b>	<b>3.763.566</b>	<b>3.708.793</b>
<b>E - Passivo, ratei e risconti</b>	<b>49.582</b>	<b>64.516</b>	<b>52.382</b>
<b>Totale passivo</b>	<b>7.728.063</b>	<b>7.671.202</b>	<b>6.935.883</b>

Conto economico	2023	2022	2021
A.1 - Valore della produzione, ricavi delle vendite e delle prestazioni	8.772.526	8.304.457	6.943.602
A.5 - Valore della produzione, altri ricavi e proventi, contributi in conto esercizio	-	-	1.823
A.5 - Valore della produzione, altri ricavi e proventi, altri	509.050	800.546	523.990
A.5 - Valore della produzione, altri ricavi e proventi, totale altri ricavi e proventi	509.050	800.546	525.813
<b>A - Totale valore della produzione</b>	<b>9.281.576</b>	<b>9.105.003</b>	<b>7.469.415</b>
B.6 - Costi della produzione, per materie prime, sussidiarie, di consumo e di merci	80.417	51.742	32.594
B.7 - Costi della produzione, per servizi	4.991.470	5.455.183	4.966.693
B.8 - Costi della produzione, per godimento di beni di terzi	2.387.137	1.843.544	1.245.068
B.9.a - Costi della produzione, per il personale, salari e stipendi	336.476	332.198	276.491
B.9.b - Costi della produzione, per il personale, oneri sociali	92.907	89.384	72.327
B.9.c - Costi della produzione, per il personale, trattamento di fine rapporto	24.472	30.139	19.737
B.9.d - Costi della produzione, per il personale, trattamento di quiescenza e simili	-	-	2.979
B.9 - Costi della produzione, per il personale, totale costi per il personale	453.855	451.721	371.534
B.10.a - Costi della produzione, ammortamenti e svalutazioni, ammortamento delle immobilizzazioni immateriali	24.805	18.853	18.147
B.10.b - Costi della produzione, ammortamenti e svalutazioni, ammortamento delle immobilizzazioni materiali	197.544	186.330	178.257
B.10.d - Costi della produzione, ammortamenti e svalutazioni, svalutazioni dei crediti compresi nell'attivo circolante e delle disponibilità liquide	11.302	9.515	19.384
B.10 - Costi della produzione, ammortamenti e svalutazioni, totale ammortamenti e svalutazioni	233.651	214.698	215.788
B.12 - Costi della produzione, accantonamenti per rischi	30.000	-	-
B.14 - Costi della produzione, oneri diversi di gestione	148.482	160.627	134.099
<b>B - Totale costi della produzione</b>	<b>8.325.012</b>	<b>8.177.515</b>	<b>6.965.776</b>
<b>Differenza tra valore e costi della produzione</b>	<b>956.564</b>	<b>927.488</b>	<b>503.639</b>

C.16.d - Proventi e oneri finanziari, altri proventi finanziari, proventi diversi dai precedenti, altri	43	5.512	1
C.16.d - Proventi e oneri finanziari, altri proventi finanziari, proventi diversi dai precedenti, totale proventi diversi dai precedenti	43	5.512	1
C.16 - Proventi e oneri finanziari, altri proventi finanziari, totale altri proventi finanziari	43	5.512	1
C.17 - Proventi e oneri finanziari, interessi e altri oneri finanziari, altri	82.157	44.414	47.074
C.17 - Proventi e oneri finanziari, interessi e altri oneri finanziari, totale interessi e altri oneri finanziari	82.157	44.414	47.074
<b>C - Totale proventi e oneri finanziari</b>	<b>- 82.114</b>	<b>- 38.902</b>	<b>- 47.073</b>
<b>Risultato prima delle imposte</b>	<b>874.450</b>	<b>888.586</b>	<b>456.566</b>
20 - Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate, imposte correnti	303.682	232.607	166.296
20 - Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate, imposte differite e anticipate	- 19.055	47.420	-
20 - Imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate, totale delle imposte sul reddito dell'esercizio, correnti, differite e anticipate	284.627	280.027	166.296
<b>21 - Utile (perdita) dell'esercizio</b>	<b>589.823</b>	<b>608.559</b>	<b>290.270</b>

Nella relazione sulla gestione al bilancio 2023 l'organo amministrativo riferisce quanto segue:

*"I ricavi derivanti dai servizi offerti dalla Società si attestano ad Euro 9.281.576 evidenziando un incremento rispetto all'esercizio 2022. Si registra una sostanziale stabilità nell'andamento dei costi industriali con ciò consentendo di incrementare la marginalità aziendale. Il valore dei ricavi registrati nel corso dell'esercizio 2023 attesta il consolidamento della posizione di mercato che la nostra Società ha conquistato nel corso degli anni. Il patrimonio netto, dato dalla somma del capitale sociale, delle riserve accantonate negli scorsi periodi e del risultato dell'esercizio ammonta ad euro 4.283.972 Il suo progressivo e costante incremento testimonia il continuo impegno della proprietà nell'utilizzo del cash flow prodotto per far fronte ai piani di investimento programmati. L'attivo immobilizzato della società è finanziato interamente dal patrimonio netto. Questi dati dimostrano un corretto equilibrio tra programmi di investimento e copertura finanziaria degli stessi".*

Nella medesima relazione vengono altresì evidenziati i seguenti indicatori:

<b>Descrizione indice</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
Fatturato	8.772.526	8.304.457
Valore della produzione	9.281.575	9.105.000
Risultato prima delle imposte	874.450	888.586

<b>Descrizione indice</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
Margine operativo lordo (MOL)	859.647	502.267
Risultato operativo	595.996	287.569
EBIT normalizzato	956.606	932.997
EBIT integrale	956.607	933.000

<b>Descrizione indice</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
ROE netto - (Return on Equity)	13,77%	16,44%
ROA - (Return on Investment)	13,88%	14,18 %
ROS - (Return on Sales)	12,60 %	13,10 %

<b>Descrizione indice</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
Margine primario di struttura	-331.052	-1.023.633
Quoziente primario di struttura	0,918	0,751
Margine secondario di struttura	1.161.298	665.165
Quoziente secondario di struttura	1,29	1,16

<b>Descrizione indice</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
Quoziente di indebitamento complessivo	0,99	1,28
Quoziente di indebitamento finanziario	0,40	0,55

<b>Descrizione indice</b>	<b>31/12/2023</b>	<b>31/12/2022</b>
Margine di disponibilità	1.751.122	1.273.724
Quoziente di disponibilità	2,48	2,10
Margine di tesoreria	1.751.121	1.273.724
Quoziente di tesoreria	1,81	1,56

Quanto ai rischi che la Società potrebbe subire per eventuali eventi atti a produrre effetti negativi in ordine al perseguimento degli obiettivi aziendali, e che quindi ostacolano la creazione di valore, la relazione sulla gestione al bilancio 2023 riporta quanto segue:

*“Rischio di mercato: (...) per la nostra Società è marginale questo tipo di rischio dato che ormai da anni ha consolidato la propria quota di mercato con servizi di qualità e fidelizzando la clientela. Rischio di credito: per quanto riguarda l’esposizione verso i clienti, la presenza di importanti clienti con i quali intercorrono rapporti pluriennali, ha garantito storicamente bassi livelli di perdite su crediti. Per il futuro la situazione non presenta evidenze di variazione. Rischio di cambio: la società non ha tale rischio dal momento che non vi sono operazioni in valuta. Rischio di variazione dei prezzi: i prezzi dei servizi offerti ed i prezzi di acquisto non risultano in generale soggetti a variazioni successivamente alla fatturazione. Rischio di variazione dei flussi finanziari: è costantemente monitorato, soprattutto per quanto attiene la variazione dei tassi d’interesse di mercato. Si ritiene che sussista la capacità di generare flussi di cassa per fronteggiare tutte le esposizioni esistenti. Con riferimento alle informazioni relative all’utilizzo della società di strumenti finanziari si rimanda a quanto già dettagliatamente specificato in Nota Integrativa con riferimento alle operazioni con strumenti finanziari in essere. Rischio per contenziosi o simili: non risultano esservi posizioni in contenzioso di rilievo tali da essere segnalate”.*

Per quanto riguarda l’evoluzione prevedibile della gestione, l’organo amministrativo riferisce nella relazione sulla gestione 2023 che *“nel 2024 proseguirà l’evoluzione della società che indirizzerà sempre più la propria crescita a settori della logistica dove è fondamentale la gestione informatica delle merci dei clienti. Accanto alle attività tradizionali e di stoccaggio, movimentazione ed assistenza doganale e grazie alla qualificazione del personale dipendente già ora Servizi Logistici Spa è in grado di essere concorrenziale anche rispetto a grandi gruppi nazionali come dimostra la recente acquisizione di nuovi clienti dalle importanti dimensioni”.*

## **8 METODI DI VALUTAZIONE**

In tema di valutazione assume importanza la scelta di uno o più metodi di valutazione, in funzione delle caratteristiche, del settore di appartenenza di ciò che si intende valutare e delle finalità per cui viene richiesta la valutazione. Nel caso di specie, si può fare riferimento ai principali metodi di valutazione definiti in dottrina ed utilizzati nella prassi per la stima di compensi di aziende e quote societarie, in particolare:

- metodi finanziari;
- metodi dei multipli di borsa;
- metodi empirici o di mercato.
- metodi reddituali;
- metodi patrimoniali;
- metodi misti.

Di seguito vengono illustrati i diversi approcci riferibili ai vari metodi di valutazione di capitali economici.

### *Metodi finanziari*

Le attività economiche in un normale contesto di continuità aziendale dovrebbero, in un dato orizzonte temporale, generare flussi finanziari correlati sia a fenomeni economici (costi e ricavi dell'attività), sia a fenomeni esclusivamente patrimoniali o finanziari (investimenti/disinvestimenti, ottenimento/rimborso di prestiti, etc). La valutazione con il metodo finanziario ha il vantaggio di rispecchiare la logica di un ipotetico investitore che, a fronte di un immediato esborso, si attenda una serie di flussi di cassa futuri.

Il metodo finanziario del *Discounted Cash Flow (DCF)* trova fondamento sull'ipotesi che il valore del capitale economico sia pari al valore attuale dei flussi che potranno generarsi in futuro, tenuto conto dell'incidenza degli investimenti e delle aspettative economiche degli investitori. Il primo passaggio per l'applicazione del metodo del DCF è la determinazione dei flussi di cassa disponibili. Si procede quindi all'attualizzazione dei flussi di cassa disponibili; il tasso di sconto utilizzato è il cosiddetto *WACC (Weighted Average Cost of Capital)*. Tale tasso rappresenta la media ponderata tra tasso sul capitale economico e tasso sul debito.

Il costo medio ponderato del capitale è calcolato applicando la seguente formula:

$$\mathbf{WACC = K_e \times W_e + K_d \times W_d \times (1-t)}$$

dove:

*WACC = costo medio ponderato del capitale;*

*K<sub>e</sub> = costo del capitale;*

*W<sub>e</sub> = incidenza target dei mezzi propri sulla base degli obiettivi di leverage del management;*

*K<sub>d</sub> = costo del debito finanziario;*

*W<sub>d</sub> = incidenza target del debito finanziario;*

*t = aliquota fiscale.*

Il costo del capitale economico rappresenta la remunerazione minima che un investitore finanziario razionale richiederebbe per impiegare i propri capitali nell'asset oggetto della valutazione. Si tratta di un tasso *unlevered*, il che significa che viene determinato ipotizzando che il target non abbia debiti finanziari.

Il costo del capitale economico è normalmente calcolato applicando la formula del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*:

$$\mathbf{K_e = R_f + Beta \times P}$$

dove:

*K<sub>e</sub> = costo del capitale della Società;*

*R<sub>f</sub> = tasso free risk;*

*Beta = coefficiente beta;*

*P = premio per il rischio di mercato stimato per il contesto italiano.*

Il valore complessivo dell'asset è quindi calcolato sommando al valore attualizzato dei flussi di cassa disponibili per il periodo di previsione, il *Terminal Value*, anch'esso attualizzato, stimato applicando la formula della rendita perpetua al flusso di cassa disponibile normalizzato dell'ultimo esercizio di previsione:

$$\mathbf{Terminal\ Value = FCF_{norm.} / (WACC-g)}$$

dove:

*FCF<sub>norm.</sub> = flusso di cassa normalizzato*

*g = tasso di crescita dei flussi di cassa disponibili attesi.*

Il valore del capitale economico si ottiene sottraendo al valore complessivo dell'asset (chiamato anche Enterprise Value) il valore della Posizione Finanziaria Netta.

### *Metodi dei multipli di Borsa*

Il riferimento preso per la determinazione del valore di un'azienda o di una quota societaria è costituito dalle quotazioni di borsa di un campione di società quotate comparabili.

Gli indici (cosiddetti "multipli") più comunemente usati sia dal metodo dei multipli di borsa che dai metodi empirici sono i seguenti:

- prezzo/utile;
- prezzo/fatturato;
- prezzo/EBITDA;
- prezzo/EBIT;
- prezzo/cash flow;
- prezzo/patrimonio netto.

Va da sé che il metodo dei moltiplicatori può apparire eccessivamente semplicistico e carente dei requisiti di razionalità e dimostrabilità che dovrebbero caratterizzare le valutazioni; ciò non di meno, ove opportunamente applicato, appare per certi aspetti meno arbitrario e affetto dalle assunzioni necessariamente soggettive che caratterizzano altri metodi di valutazione,

### *Metodi empirici o di mercato*

Trattasi dei metodi che si rifanno ad indici e coefficienti statistici emergenti dall'analisi di acquisizioni e/o fusioni di società avvenute nel mercato in epoca recente. Tali operazioni devono avere per oggetto società comparabili con la società valutata.

Va peraltro rilevato che il valore risultante dal metodo empirico sarebbe poco significativo qualora non sussistesse una reale comparabilità fra le imprese considerate. Il metodo empirico, inoltre, avrebbe scarsa rilevanza nel caso in cui non si disponesse di un numero sufficiente di transazioni a cui far riferimento e non vi fosse una assoluta trasparenza sul contenuto delle stesse.

### *Metodi reddituali*

I metodi reddituali traggono spunto dalla valutazione della capacità reddituale dell'attività oggetto di valutazione. I presupposti teorici e lo sviluppo dell'analisi sono pertanto simili a quelli descritti per i metodi finanziari, ma il parametro di riferimento principale per le valutazioni non sarà rappresentato da un flusso di cassa, bensì da un flusso di reddito, influenzato dalle politiche di bilancio adottate.

Secondo il metodo reddituale, l'asset ha valore in quanto capace di produrre reddito.

Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'investimento sia in grado di generare reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita.

In questo caso, il valore dell'asset (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla nota formula:

$$W = R / i$$

*dove:*

*W= Valore economico del capitale*

*R= Reddito medio atteso*

*i = tasso di attualizzazione del reddito.*

Il reddito (R), rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione, è quello prospettico - ossia idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'investimento - medio - vale a dire stabilmente in grado di produrre - normalizzato - ossia depurato delle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e, in ogni caso, determinato sulla base di soluzioni razionali e accettate dal punto di vista tecnico.

Nella configurazione del reddito (R) deve essere eliminata ogni componente negativa la cui appostazione sia dettata esclusivamente dall'esigenza di ridurre il reddito imponibile ai fini dell'imposizione diretta, ovvero dall'intento di attuare determinate politiche di bilancio.

Il reddito medio normale è calcolato, infatti, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento "regolari" e non eccezionali, in assenza di situazioni particolarmente favorevoli o sfavorevoli, e deriva da una ridistribuzione nel tempo dei componenti straordinari (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.).

Il reddito, inoltre, deve essere determinato al netto degli oneri tributari che gravano eventualmente su di esso, e dei componenti figurativi diversi dalla remunerazione del capitale proprio e delle eventuali partecipazioni agli utili spettanti a terzi.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

In particolare, il tasso di puro interesse, relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo, è determinato sostanzialmente in riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; peraltro, in periodi di inflazione, il medesimo deve essere depurato dall'erosione monetaria creata dalla componente inflazionistica e, pertanto, deve essere assunto nella sua configurazione di tasso reale.

La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio, la cui stima dipende dalla valutazione dei seguenti fattori:

- condizioni generali: congiuntura economica, inflazione, situazione politico-sociale del paese, ecc.;
- condizioni settoriali: struttura del mercato di appartenenza, condizioni varie di instabilità del settore, ecc.;
- condizioni aziendali: solidità patrimoniale, livello e composizione dell'indebitamento, situazione di liquidità con annesse condizioni di pagamento e di incasso, variabilità dei risultati operativi della gestione, parco clienti, ecc.

Il metodo reddituale, pur trovando un limite nell'aleatorietà delle stime sulle capacità reddituali dell'impresa, che non sono altrettanto riscontrabili quanto le verifiche di valore corrente dei cespiti che compongono il patrimonio sociale, è indispensabile ad integrazione e confronto di stime effettuate con altri metodi, che spesso attribuiscono, ingiustificatamente, maggior rilievo al capitale investito piuttosto che alle capacità reddituali future di quel medesimo capitale. Le predette stime appaiono spesso non soddisfacenti e devono essere comunque verificate con altre metodologie, tra le quali anche il metodo reddituale "puro".

Quando ragioni di prudenza lo consigliano, anche al fine di limitare l'imprevedibilità dei risultati reddituali futuri, soprattutto se proiettati oltre un lasso ragionevole, il valore economico può essere determinato per attualizzazione di un numero limitato (n) di anni, secondo la seguente formulazione:

$$W = \sum R_n (1+i)^{-n}$$

*dove:*

*W= Valore economico del capitale*

*R<sub>n</sub>= Reddito medio atteso nell'anno n*

*n = anno*

*i = tasso di attualizzazione del reddito.*

### *Metodi patrimoniali*

Trattasi dei metodi che definiscono la stima come il risultato di una valutazione a “valore di mercato” o “valore corrente” di tutte le attività (materiali ed immateriali) debitamente diminuite di tutte le passività. Tali metodi implicano un processo di attualizzazione di tutti i valori monetari significativi, non scaduti al momento del calcolo.

Per i beni considerati nel processo, siano essi materiali o immateriali, il cosiddetto “valore di mercato” o “valore corrente” corrisponde al valore di sostituzione o di ricostruzione nello stato d’uso.

Tali metodi garantiscono una valida indicazione della solidità patrimoniale, ma hanno il limite di trascurare spesso gli aspetti finanziari e reddituali della gestione futura, non tenendo in considerazione l’avviamento.

Con specifico riferimento ai componenti attivi, il processo valutativo può fare riferimento esclusivamente ai beni materiali ed agli oneri ad utilità pluriennale che risultano dalla situazione contabile della società o, viceversa, tenere anche conto di quei beni immateriali spesso non contabilizzati, tra i quali si possono ricomprendere i marchi, i brevetti, il know-how, l’immagine aziendale, nonché il fattore “risorse umane” di cui l’azienda dispone.

Questi due differenti approcci valutativi caratterizzano, rispettivamente, il metodo patrimoniale semplice ed il metodo patrimoniale complesso.

La valutazione di un’azienda o di una quota societaria con il metodo patrimoniale semplice richiede un accurato esame di tutti gli aggregati del patrimonio, i quali vengono espressi in base a criteri di valutazione che, per la maggior parte, differiscono da quelli normalmente utilizzati per la redazione del bilancio d’esercizio di una società in funzionamento.

Il metodo conduce alla determinazione del cosiddetto “capitale netto rettificato” (K) che, anche in ipotesi di valutazione con metodi differenti, costituisce comunque un’informazione importante, almeno per confronto.

Il valore dell’azienda o della quota societaria (W) viene determinato in base alla formula:

$$W = K$$

*dove:*

*W= Valore economico del capitale*

*K= Capitale netto rettificato.*

Nella valutazione con il metodo patrimoniale complesso, oltre ad adottare i criteri applicabili al metodo semplice, si dovrà procedere ad una valorizzazione dei beni immateriali.

Nell'ambito del metodo si possono generalmente distinguere i casi in cui si procede ad un'analitica valorizzazione dei singoli beni immateriali (approccio del costo), ovvero a una determinazione forfaitizzata ed empirica del complessivo valore attribuibile alle componenti immateriali. Tale metodo si basa su modelli (per esempio: di attualizzazione dei risultati differenziali, del costo della perdita, dell'approccio di mercato) costruiti analizzando o una serie di precedenti negoziazioni aventi per oggetto complessi aziendali con caratteristiche simili, o un'attualizzazione di differenziali rispetto ad altre situazioni concorrenziali simili o ancora un valore derivante dalla cessione in uso a terzi dei beni immateriali, al fine così di identificare il valore delle componenti immateriali aziendali in una relazione, per esempio proporzionale, rispetto a talune grandezze di riferimento.

I citati metodi hanno il difetto di considerare il complesso aziendale come un semplice aggregato di beni, trascurando il collegamento funzionale che invece li lega tra loro.

Il valore dell'azienda o della quota societaria (W) viene determinato in base alla formula:

$$W = K + I$$

*dove:*

*W= Valore economico del capitale*

*K= Capitale netto rettificato*

*I = Valore elementi immateriali*

Le predette stime appaiono spesso non soddisfacenti e devono essere comunque verificate con altre metodologie, tra le quali anche il metodo reddituale "puro".

#### *Metodi misti*

Dall'unione dei metodi patrimoniale e reddituale scaturisce il metodo misto, secondo il quale il valore dell'azienda o della quota societaria è la somma della consistenza patrimoniale, riportata a valore corrente, e della capacità reddituale propria dell'impresa.

La stima sarà idonea, pertanto, a riflettere gli elementi di obiettività e verificabilità propri dell'analisi patrimoniale (valutazione dell'attivo, ivi compresi i beni ed i diritti, al netto dei capitali dei terzi investiti in azienda), senza tuttavia trascurare le attese reddituali, concettualmente più rappresentative del valore economico dell'azienda. Il metodo prevede, in

concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, a cui si aggiunge l'avviamento, che rettificcherà in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill), il predetto valore patrimoniale.

L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

## **9 SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE E LA STIMA**

Ai fini delle valutazioni svolte, la sottoscritta sulla base della documentazione esaminata, in particolare dei dati pubblici acquisiti nonché delle informazioni ricevute con riferimento al trend di crescita economica della partecipata, ha proceduto a stimare il valore dell'equity della società utilizzando un metodo misto patrimoniale-reddituale.

Dal momento che oggetto della presente stima sono le azioni rappresentative del 4,26% del capitale sociale, la scrivente ha stimato *in primis* il valore complessivo dell'azienda della partecipata secondo il predetto metodo, successivamente ha rapportato il valore ottenuto alla quota di capitale detenuta dal [REDACTED] e applicato uno sconto di minoranza.

### Metodo misto patrimoniale-reddituale

Con l'applicazione del metodo misto patrimoniale reddituale applicato, il valore complessivo dell'azienda target - dal quale poi ricavare il valore delle quote societarie - viene così determinato:

$$W=K + EV$$

W = valore aziendale;

K = patrimonio netto rettificato;

EV = il valore economico dell'azienda target per la determinazione del valore della quota.

### K – Patrimonio netto rettificato

Posto che SERVIZI LOGISTICI S.P.A. non appare una società sottoposta a particolari rischi e che non vi sono elementi che dovrebbero condizionare in modo rilevante la partecipazione in esame, si è assunto quale valore di K quello del patrimonio netto al 31.12.2023, senza apportare alcuna rettifica, in quanto dai documenti esaminati non sono emersi elementi valutativi in tal senso.

K assume pertanto il seguente valore:

**K = 4.283.972**

EV – valore economico complessivo dell'azienda

Al fine del calcolo del valore economico complessivo dell'azienda target per la determinazione del valore della quota è stato utilizzato il seguente metodo:

- 1) determinazione del reddito medio normalizzato prospettico;
- 2) determinazione di opportuni tassi di capitalizzazione ed attualizzazione;
- 3) determinazione del valore del capitale economico.

EV può essere determinato dalla seguente funzione:

$$EV = \sum R_n (1+i)^{-n}$$

dove:

*W* = Valore economico del capitale

*R<sub>n</sub>* = Reddito medio atteso nell'anno *n*

*n* = anno

*i* = tasso di attualizzazione del reddito

Quanto al reddito medio normalizzato prospettico, la scrivente ha individuato il valore medio dell'EBITDA conseguito negli ultimi tre esercizi (2021, 2022 e 2023):

ANNO	RICAVI	EBITDA
2023	8.772.526,00	1.190.215,00
2022	8.304.457,00	1.142.186,00
2021	6.943.602,00	719.427,00
<b>MEDIA</b>	<b>8.006.861,67</b>	<b>1.017.276,00</b>

Sulla base dell'EBITDA medio calcolato come sopra, è stato stimato il reddito medio per le successive annualità attraverso la determinazione del tasso di attualizzazione e capitalizzazione secondo il modello CAPM (Capital Asset Pricing Model), basato sulla seguente formula:

$$i = R_f + \beta x (R_m - R_f)$$

dove:

*i* = tasso di attualizzazione del reddito

*R<sub>f</sub>* = risk free rate (tasso privo di rischio)

(*R<sub>m</sub>* - *R<sub>f</sub>*) = risk premium (premio per il rischio)

*β* = beta (coefficiente di rischiosità sistematica, non diversificabile)

Il tasso di remunerazione privo di rischio ( $R_f$ ) è stato identificato con il rendimento lordo annuale desunto dai risultati, resi pubblici dal Ministero delle Finanze, relativi all'asta dei BTP 10 anni del 29-30 aprile 2024, pari al 3,86% annuo.

Il coefficiente di rischiosità sistematica ( $\beta$ ) e il premio di rischio ( $R_m - R_f$ ) sono stati desunti dai dati forniti dal prof. A. Damodaran in relazione al settore di riferimento (*trucking*) e all'area in cui la Società opera (Italia), aggiornati al gennaio 2024, pari rispettivamente a 1,00 ( $\beta$  - *unlevered*) e 7,16% ( $R_m - R_f$ ).

$$i = 11,02\%$$

In un arco temporale di 3 anni il valore economico complessivo dell'azienda target può essere quindi così determinato:

$$\mathbf{EV = 2.485.068}$$

\* \* \*

Pertanto, il valore complessivo dell'azienda può essere così determinato:

$$\mathbf{W = K + EV = 4.283.972 + 2.485.068 = 6.769.040}$$

#### Determinazione del valore delle azioni detenute dal fallimento ██████████

Il Fallimento ██████████ detiene n. 28.263 azioni pari al 4,26% del capitale sociale, ne consegue che il relativo valore viene così quantificato:

$$\mathbf{VALORE \text{ n. } 28.263 \text{ AZIONI} = 6.769.040 * 4,26\% = 288.361}$$

#### Sconto di minoranza

La scrivente ritiene opportuno applicare uno sconto di minoranza del 30% al valore delle azioni detenute dal Fallimento ██████████, ciò in quanto lo sconto permette di riflettere nel valore delle azioni la mancanza del potere di controllo, anche in relazione alla mancata distribuzione di utili quantomeno dall'esercizio 2017. Il Fallimento ██████████ risulta infatti detenere solo il 4,26% e con ciò è evidente che non svolge alcuna attività di controllo sulla società e neppure è nelle condizioni di esercitare particolari rapporti di collaborazione con gli altri soci e non risulta abbia in essere patti parasociali con questi.

La Società partecipata, come si è detto, dal 2022 risulta peraltro sottoposta a direzione e coordinamento da parte di STEL S.r.l.

*Dott.ssa Stefania Martignon  
Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti  
Via Comunetto n. 11 int. 3 Dolo (VE)*

**VALORE n. 28.263 AZIONI con sconto di minoranza =  $288.361 - (288.361 * 30\%) = 201.853$**

## **10 CONCLUSIONI**

Visto quanto sopra esposto e considerate le assunzioni e i *disclaimer* sopra riportati, la scrivente ritiene che il pacchetto azionario composto di **n. 28.263 azioni corrispondenti al 4,26% del capitale sociale di SERVIZI LOGISTICI S.P.A.** detenute dal Fallimento ██████ possa assumere un valore complessivo arrotondato di **EURO 200.000,00** quindi pari ad Euro 7,08 (valore arrotondato) per ciascuna azione.

Dolo, 6 giugno 2024

*Dott.ssa Stefania Martignon*