Rendiconto Finanziario

Positivi=Fonti (Negativi)=Impieghi	dic-21	dic-22	dic-23
SALDO FINANZIARIO INIZIALE A BREVE	-	**505.143**	**771.632**
M.O.L. (EBITDA)	-	211.283	409.737
(+) Saldo Gestione Finanziaria	-	140	-177
(-) Imposte d'Esercizio	-	-12.088	-48.274
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratter.	-	0	4.139
(+) Accantonamento T.f.r.	-	27.538	27.200
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento	-	-15.626	763.757
= CASH FLOW POTENZIALE	-	**211.247**	**1.156.383**
Crediti Commerciali	-	-283	-305.187
Magazzino Netto	-	0	8.690
Altri Crediti Operativi	-	-287.384	-396.077
= Variazione Attivo Circolante	-	-287.667	-692.574
Debiti Commerciali	-	0	68.759
Altri Debiti Operativi	-	448.301	-837.806
= Variazione Passivo Circolante	-	448.301	-769.047
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVO	-	**160.634**	**-1.461.621**
Immobilizzazioni Materiali e Immateriali	-	-9.262	-107.745
Immobilizzazioni Finanziarie	-	-79.050	79.050
Disinvestimenti	-	-17.078	106.065
= CASH FLOW ATTIVITA' INVESTIMENTO	-	**-105.390**	**77.369**
Rimborso Finanziamenti e altri Debiti a M/L	-	0	0
Erogazione dividendi	-	-2	0
= FABBISOGNO FINANZIARIO	-	**266.489**	**-227.868**
Accensione Mutui e Finanziamenti M/L	-	0	2
Variazione Capitale e Riserve	-	0	1
= SALDO FINANZIARIO NETTO ESERCIZIO	-	**266.489**	**-227.865**
SALDO FINANZIARIO FINALE A BREVE	-	771.632	543.766

3.3.5.5 I PIANI PREVISIONALI E LE RELATIVE ASSUMPTIONS

I bilanci previsionali sono stati sviluppati dalla Direzione aziendale, assumendo le seguenti ipotesi:

FATTURATI

I fatturati sono stati calcolati sulla base delle seguenti ipotesi:

I piani finanziari sono stati elaborati supponendo delle dilazioni medie concesse ai clienti pari a ..

Fatturato previsionale

Anni	Storico	Previsionali				
	2023	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**
Categorie	€	**€**	**€**	**€**	**€**	**€**
	Mix	**Var./Mix**	**Var./Mix**	**Var./Mix**	**Var./Mix**	**Var./Mix**
	0	0	0	0	0	0
ALBERGO	-927%	0% / -918%	0% / -909%	0% / -900%	0% / -891%	0% / -882%
Totali	1.078.403	**1.089.187** **1,00%**	**1.100.078** **0,99%**	**1.111.079** **0,99%**	**1.122.190** **0,99%**	**1.133.412** **0,99%**

I PIANI PREVISIONALI

Nelle tabelle successive viene proposta la riclassificazione economica, patrimoniale e finanziaria dei Piani previsionali relativi agli esercizi 2024-2028, costruiti assumendo le suddette ipotesi. L'analisi di tali bilanci verrà effettuata nel paragrafo 3.3.5.6.

Conto economico

Anni	Storico	Previsionali				
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ricavi operativi netti	1.078.401	**1.089.185**	**1.100.076**	**1.111.077**	**1.122.188**	**1.133.410**
Var. Rim. Prodotti e Semil.	0	0	0	0	0	0
Acquisti Prodotto finito	0	-5	0	0	0	0
Lavori in Economia	0	0	0	0	0	0
Valore della Produzione	1.078.401	**1.089.185**	**1.100.076**	**1.111.077**	**1.122.188**	**1.133.410**
Var. Rim. Merci/Mat. Prime	0	0	0	0	0	0
Acquisti Merci/Mat. Prime	50.530	55.000	57.500	59.000	61.200	63.750
Costi vari per Servizi	312.913	559.977	577.828	596.254	615.271	634.900
Lavorazioni Esterne	0	0	0	0	0	0
Valore Aggiunto	714.957	**474.207**	**464.747**	**455.823**	**445.716**	**434.759**
Costo lavoro	305.220	308.272	311.354	314.468	317.613	320.789
M.O.L.	409.737	165.935	153.393	141.355	128.103	113.970
Ammortamenti materiali	18.491	24.817	24.817	24.817	24.817	23.747
Ammortamenti immateriali	957	51	51	51	51	51
Accantonamenti	36.107	0	0	0	0	0
Risultato Operativo	354.182	**141.066**	**128.524**	**116.486**	**103.235**	**90.171**
Oneri Finanziari	177	182	187	193	199	205
Proventi Finanziari	0	6.009	7.583	8.336	8.882	9.548
Gestione Straordinaria	-244.578	0	0	0	0	0
Gestione non operativa	0	0	0	0	0	0
Imposte	48.274	41.473	38.423	34.858	30.688	26.926
Risultato Netto	61.153	105.420	97.497	89.770	81.230	72.588

Stato Patrimoniale

Anni	Storico 2023	Previsionali 2024	2025	2026	2027	2028
Liquidità Finanziarie	543.767	1.401.544	1.557.665	1.706.328	1.846.703	1.972.532
Clienti e Crediti diversi	898.427	126.859	124.602	121.521	121.102	122.318
Risconti attivi	12.308	12.308	12.308	12.308	12.308	12.308
Magazzino	-8.690	-8.690	-8.690	-8.690	-8.690	-8.690
ATTIVO CORRENTE	1.445.812	**1.532.022**	**1.685.886**	**1.831.468**	**1.971.423**	**2.098.468**
Immobil. Materiali	286.172	286.172	286.172	286.172	286.172	286.172
Fondi Ammortamento	124.556	149.373	174.190	199.007	223.825	247.572
Immobil. Immateriali	358	307	255	204	153	102
Immobil. Finanziarie	150	150	150	150	150	150
ATTIVO FISSO	162.125	**137.256**	**112.388**	**87.519**	**62.651**	**38.852**
CAPITALE INVESTITO	1.607.937	1.669.278	1.798.274	1.918.987	2.034.074	2.137.321
Debiti finanz. A breve	0	0	0	0	0	0
Fornitori e Debiti div.	224.757	153.206	156.957	159.876	165.428	167.498
PASSIVO CORRENTE	224.757	**153.206**	**156.957**	**159.876**	**165.428**	**167.498**
Debiti Finanziari a ML	2	2	2	2	2	2
Altri debiti a ML	932.227	959.699	987.445	1.015.469	1.043.774	1.072.361
PASSIVO CONSOLIDATO	932.229	**959.701**	**987.447**	**1.015.471**	**1.043.776**	**1.072.363**
MEZZI PROPRI	450.951	**556.371**	**653.868**	**743.639**	**824.870**	**897.458**
TOTALE FONTI	1.607.937	1.669.278	1.798.274	1.918.987	2.034.074	2.137.321

RENDICONTO FINANZIARIO

Positivi=Fonti (Negativi)= Impieghi	2024	2025	2026	2027	2028
SALDO FINANZIAR. INIZIALE A BREVE	**543.767**	**1.401.544**	**1.557.665**	**1.706.328**	**1.846.703**
M.O.L. (EBITDA)	165.935	153.393	141.355	128.103	113.970
(+) Saldo Gestione Finanziaria	5.827	7.396	8.142	8.683	9.342
(-) Imposte d'Esercizio	-41.473	-38.423	-34.858	-30.688	-26.926
(+) Saldo Altre Gestioni Extra-Caratter.	0	0	0	0	0
(+) Accantonamento T.f.r.	27.472	27.746	28.024	28.304	28.587
(-) Utilizzo Fondi di Accantonamento	0	0	0	0	0
= CASH FLOW POTENZIALE	**157.761**	**150.112**	**142.663**	**134.403**	**124.974**
Crediti Commerciali	-98.134	-1.195	-1.207	419	-1.215
Magazzino Netto	0	0	0	0	0
Altri Crediti Operativi	869.701	3.453	4.288	0	
= Variazione Attivo Circolante	771.567	2.257	3.080	419	-1.215
Debiti Commerciali	-53.661	686	411	377	690
Altri Debiti Operativi	-17.889	3.065	2.506	5.175	1.380
= Variazione Passivo Circolante	-71.550	3.751	2.918	5.552	2.070
= VARIAZIONE C.C.N. OPERATIVO	**700.016**	**6.008**	**5.999**	**5.971**	**854**
Immobilizzazioni Materiali e Immateriali				-9	
Immobilizzazioni Finanziarie	0	0	0	0	0
Disinvestimenti	0	0	0	0	0
= CASH FLOW ATTIVITA' INVESTIMENTO				**-9**	
FREE CASH FLOW	**857.777**	**156.121**	**148.662**	**140.374**	**125.829**
Rimborso Finanziamenti e altri debiti a M/L	0	0	0	0	0
Erogazione dividendi		0	0	0	0
= FABBISOGNO FINANZIARIO	**857.777**	**156.121**	**148.662**	**140.374**	**125.829**
Accensione Mutui e Finanziamenti M/L	0	0	0	0	0
Variazione Capitale e Riserve	0	-5		-6	-1-1
= SALDO FINANZIARIO NETTO ESERCIZIO	**857.777**	**156.121**	**148.662**	**140.374**	**125.829**
SALDO FINANZIARIO FINALE A BREVE	1.401.544	1.557.665	1.706.328	1.846.703	1.972.532

3.3.5.6 L'ANALISI DEI BILANCI

Nelle tabelle successive vengono evidenziati i principali indici di bilancio patrimoniali e finanziari.

Indici patrimoniali e finanziari

ANNI / INDICI	dic-21	dic-22	dic-23
I.Complessivo copert. Immobil. Fonti permanti/Attivo Immobilizz.	2,14	1,94	8,53
I. Autocopertura Immobilizzaz. Mezzi propri/Attivo Immobilizzato	1,48	1,50	2,78
Debt Equity ratio Capitale di terzi/Mezzi propri	2,44	2,91	2,56
Current ratio Attivo Circol./Passivo Circol.	1,38	1,23	6,43
Quick ratio (Liq.Immed.+Liq. Diff.)/Pass.Circol.	1,37	1,23	6,17
Indice di Altman	5,60	5,78	10,24
Durata media dei crediti v/clienti	0	0	5
Giacenza media del magazzino (gg)	0	0	0
Durata media debiti v/fornitori	309	522	125
Cash flow	105.563	152.683	116.708
Indebitam. Finanz. Netto Compl.*	-505.143	-771.632	-543.765
Posizione Finanziaria Netta**	505.143	771.632	543.765

*L'"Indebitamento finanziario netto complessivo" è pari alla somma di tutti i debiti finanziari al netto di tutti i crediti finanziari.
**La composizione della PFN è esplicitata nelle tabelle precedenti.

3.3.5.7. Analisi delle metodiche disponibili

La determinazione del valore economico del capitale aziendale può avvenire seguendo metodiche tra loro alternative oppure complementari. In particolare esistono tre **metodiche** (PIV 1.14.1):

- metodica del **costo**: si basa sulla stima dell'onere per sostituire o rimpiazzare l'attività oggetto di valutazione con una di utilità equivalente (PIV 1.17.1), attraverso il calcolo del costo di riproduzione o quello di rimpiazzo (quando non è possibile quello di ricostruzione) (PIV 1.17.2), alla luce dello stato di degrado (fisico, economico, funzionale) del bene alla data di valutazione (PIV 1.17.3). Tale metodica viene applicata alle valutazione delle aziende attraverso il **criterio patrimoniale**;
- metodica dei **flussi di risultato attesi**: valuta la capacità dell'azienda di generare flussi di risultato nel futuro (PIV 1.16.1). Il valore è funzionale ai flussi finanziari o reddituali generabili nell'arco della vita utile residua, tenendo conto della loro distribuzione nel tempo e del grado di incertezza sulla loro manifestazione futura (PIV 1.16.1). Aggiungono al valore di natura patrimoniale, una componente immateriale cioè il valore attuale degli extraredditi in eccesso rispetto alla normale remunerazione del patrimonio netto tangibile (PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata alle valutazione delle aziende attraverso il **criterio reddituale** e quello **finanziario**;
- metodica di **mercato**: si fonda sulla comparazione con attività simili per le quali esistono indicazioni significative di prezzi recenti (PIV 1.15.1) formati in condizioni normali di mercato e che non includano valori o sinergie speciali (anche PIV III.1.11). Tale metodica viene applicata alle valutazione delle aziende attraverso il **criterio comparativo**;

e cinque **criteri** di valutazione (PIV III.1.11):

- ✓ **patrimoniale**: si riferisce alla metodica del costo. Con il criterio patrimoniale il valore dell'azienda viene determinato in funzione del suo patrimonio; in particolare viene individuato il valore del patrimonio netto aziendale risultante dalla distinta stima a valori correnti delle singole attività e passività alla data di riferimento (PIV III.1.28). Con il "metodo patrimoniale complesso" vengono valorizzate anche le immobilizzazioni immateriali, orientando a valutazione alle correnti di reddito atteso che si reputa siano in grado di produrre l'azienda;
- ✓ **reddituale**: le valutazioni reddituali sono basate sulla capitalizzazione di flussi di reddito distribuibile di lungo periodo ad un opportuno tasso di valutazione (PIV III.3.31). Le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32);
- ✓ **creazione del valore**: si tratta di metodiche miste tra quella del "costo" e quella dei "risultati attesi", quindi una sintesi tra criterio patrimoniale e quello reddituale. Sono riconducibili a valutazioni reddituali, e mettono in risalto l'entità del valore creato rispetto ai mezzi propri investiti nell'azienda (PIV III.1.35). Includono il **metodo misto patrimoniale reddituale (UEC)** e **l'E.V.A**. Si applica un metodo misto quando si desidera contemperare la prospettiva reddittualistica con quella patrimonialistica, cioè la razionalità ipotetica derivante dalla prima impostazione concettuale con la maggior concretezza e verificabilità delle determinazioni risultanti dalla seconda. Il metodo **Uec** mira ad attribuire all'avviamento un valore autonomo che riflette la definizione stessa di avviamento quale sistema di condizioni produttive immateriali – possedute in maggiori o in migliori qualità – che generano un sopraredditto rispetto a quello prodotto dalle altre imprese del settore;
- ✓ **finanziari**: sono valutazioni che si basano sull'attualizzazione dei flussi monetari e quindi richiedono la disponibilità di un *business plan* (PIV III.1.35). Le valutazioni di tipo finanziario (D.C.F.) sono le più adatte nelle situazioni aziendali caratterizzate da fattori evolutivi che generano risultati variabili nel tempo, o per mettere in risalto variazioni consistenti nel capitale circolante;

- ✓ **comparativi**: si riferisce alla metodica di mercato. In genere si basa sull'applicazione di multipli di indicatori economici o patrimoniali. Attraverso premi e sconti si può ricondurre alla unità di valutazione oggetto di stima, un prezzo osservato sul mercato relativo ad una diversa unità di valutazione (PIV 1.15.3). Criticità di tale criterio sono, ad esempio la confrontabilità del campione di aziende di riferimento e la regressione statistica con cui si collega il moltiplicatore con i driver sottostanti (PIV III.1.38). Inoltre, hanno diversa valenza i multipli desunti da società quotate confrontabili o quelli derivanti da transazioni comparabili (PIV III.1.40). Nel primo caso si deve tenere conto dell'influenza della liquidità del titolo, e nel secondo caso dei premi per il controllo o degli sconti per scarsa liquidità: in generale una transazione di una società quotata è poco adatta per società non quotate senza adeguati correttivi (PIV III.1.40).

La prassi include anche **metodi empirici,** il cui uso dovrebbe normalmente essere evitato (PIV III.1.11), per cui non sono stati presi in considerazione dal sottoscritto[8].

La scelta dei metodi di valutazione da adottare dipende dalle finalità della stima, dalle caratteristiche dell'azienda, dalle proprietà dei diversi metodi, dalla qualità della base informativa, dall'estensione dell'analisi fondamentale che è stato possibile esperire (PIV III.1), dalla configurazione di valore ricercata (PIV III.1.16).

E' necessario evitare l'uso di un numero ingiustificato di metodi, sia la combinazione di procedimenti contradditori (PIV III.1.16). Soprattutto evitare di attribuire uguale valenza ad un numero consistente di metodi o di varianti, specie se sono strutturalmente differenti e conducono a risultati differenti (PIVIII.1.16).

E' invece molto diffusa la prassi di associare ad un metodo principale di valutazione, un secondo metodo che assume la valenza di metodo di confronto e controllo (PIV 1.14.1) o anche più metodi di controllo (PIV III.1.16).

Quando la base informativa è limitata si può anche scegliere un solo metodo (PIV III.1.16).

Se possibile, sarebbe preferibile utilizzare un metodo fondato sui flussi di risultato ed un metodo basato su una stima comparativa di mercato (PIV III.1.16). Se si utilizza il **metodo patrimoniale complesso**, può essere utile coniugarlo con un metodo patrimoniale-reddituale in modo da controllare il valore attribuito ai beni immateriali specifici (PIV III.1.28).

Le valutazioni aziendali possono essere di tipo ***equity side*** (determinano direttamente il Capitale netto), o ***asset side*** (determinano il Capitale operativo investito, senza quindi considerare l'indebitamento finanziario) (PIV III.1.15).

In particolare:

- le valutazioni *Equity side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per i soci, ed adottano il tasso equivalente al "costo opportunità del capitale di rischio" (**k**); oppure considerano multipli del patrimonio netto o di flussi di risultato per gli azionisti (*unlevered*);

[8] E. FUSA – G. GUATRI "*La valutazione del capitale economico dell'impresa*", Ed. Il Sole 24 Ore S.p.a., Milano, 1999, pag. 6: "Le valutazioni empiriche, a differenza di quelle analitiche basate su dimostrazioni razionali, si ottengono attraverso l'applicazione di parametri e formule che traggono origine dall'osservazione del mercato. Proprio per questo motivo, hanno una valenza pratica solo in presenza di frequenti ed omogenee transazioni".

- le valutazioni *Asset side* considerano flussi di reddito, o flussi finanziari, disponibili per l'impresa come se non fosse indebitata, ed adottano come tasso il "costo medio ponderato del capitale" (***w.a.c.c.***); oppure considerano multipli del capitale operativo oppure di flussi di risultato per il complesso aziendale unlevered (PIV III.1.15). Al valore del "Capitale operativo investito" determinato con i metodi *Asset Side* va sottratto il valore di mercato delle passività di natura finanziaria (PIV III.1.49), in modo da ottenere il valore del "Capitale proprio". Nella prassi si è soliti sottrarre il valore della "posizione finanziaria netta" alla data di riferimento della valutazione.

Le valutazioni *Asset side* sono preferibili (III.1.15). Accertarsi che le due valutazioni conducano a risultati coerenti (III.1.15).

3.3.5.8. Individuazione dei metodi e dei criteri più appropriati

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la valutazione di un'azienda costituisca un problema complesso che richiede l'analisi di diversi fattori tra cui: le finalità per le quali la valutazione viene effettuata, le specificità relative all'azienda oggetto di stima, le informazioni disponibili. Il variare e il combinarsi delle possibili configurazioni che i suddetti profili assumono, influenzano la scelta dei criteri che l'esperto riterrà più appropriati al caso in esame.

Per la stima del valore economico del capitale della società **BLU ARENA SRL** è stato scelto il **metodo Reddituale**, in quanto l'azienda in esame è caratterizzata da scarso fattore patrimoniale, assenza di particolari problemi finanziari, stabilizzazione dei risultati e un discreto grado di certezza in relazione alla durevolezza della redditività.

3.3.5.9 Coerenza della scelta effettuata

La scelta del metodo **reddituale**, è innanzitutto coerente con la configurazione di valore ricercata, il valore intrinseco, e con la stabilità dei risultati e il discreto grado di certezza della durevolezza della redditività, che caratterizza l'entità economica da valutare.

3.3.5.10 Identificazione dei principali fattori di rischio

I principali fattori di rischio legati alla presente stima sono così sintetizzabili:

- le limitazioni alla base informativa sono già state illustrate paragrafo 1.4.2;

- i rischi legati alle **condizioni ipotetiche** e/o **ipotesi speciali** e/o **ipotesi sensibili** sono già state illustrate paragrafo 1.5;

- scarsa liquidità della quota di partecipazione in oggetto;

Le modalità più idonee per il trattamento dei suddetti rischi sono state individuate nel prevedere un opportuno sconto, vedasi paragrafo 3.3.5.17.

3.3.5.11 Sviluppo della metodologia adottata

Nella prima fase del processo valutativo sono stati preparati tutti gli elementi e le variabili necessarie per il successivo sviluppo della valutazione vera e propria: normalizzazione dei flussi di risultato, revisione a valori correnti del patrimonio netto, determinazione dei tassi di valutazione e di eventuali premi e sconti.

3.3.5.12. Il metodo Reddituale: profili teorici

Il valore economico del capitale dell'azienda **BLU ARENA SRL** è stato determinato attraverso l'utilizzo del metodo **Reddituale Puro**, nella sua configurazione *Equity side*, basato sulla capitalizzazione del "reddito netto distribuibile di lungo periodo" ad un tasso espressivo del costo-opportunità dei mezzi propri (PIV III.3.31). Tale configurazione di reddito è al netto di una quota di reddito da reinvestire (IR), in eccesso rispetto agli ammortamenti, necessari per mantenere la capacità di reddito dell'impresa nel tempo.

Pertanto il valore dell'azienda è calcolato mediante la capitalizzazione del flusso di risultati economici attesi in futuro. Da un punto di vista matematico-finanziario, consiste nel calcolo del valore attuale di una rendita perpetua, oppure di una rendita limitata ad un certo numero di anni, a secondo della probabile durata della capacità dell'azienda di produrre reddito. Tale metodo si fonda sul presupposto che dato un reddito durevole e sostenibile "**R**", è possibile determinare il valore "**V_e**" del capitale che lo ha generato se si fissa il tasso "**k_e**" al quale il capitale è stato impiegato.

L'arco temporale considerato è di regola illimitato, salvo aziende meno consolidate o operanti in settore ad elevata variabilità (PIV III.3.31). Le valutazioni reddituali sono in assoluto preferibili nelle situazioni aziendali stabilizzate (PIV III.3.32).

La formula con cui si identifica il "metodo di valutazione reddituale puro", è la seguente:

Durata illimitata

$$Ve = \frac{R}{ke}$$

Durata limitata

$$Ve = Ra\neg_{nke}$$

V_e = è il valore economico dell'azienda (*Equity side*)
R = è il reddito disponibile di lungo periodo
k_e = è il tasso di valutazione e corrisponde al costo-opportunità dei mezzi propri (PIV III.3.31)
$a\neg$ = è il simbolo matematico che indica il valore attuale di una rendita con durata definita
n = è l'orizzonte temporale