
PERIZIA DI STIMA

DI QUOTE DEL CAPITALE
DELLA SOCIETÀ THE DOERS S.R.L.



giugno 2021

A handwritten signature in black ink, consisting of a stylized, cursive letter 'B' followed by a diagonal line.

INDICE

Premessa	pag.	3
1. Profilo della società oggetto di valutazione	pag.	4
2. Le proiezioni economiche del periodo 2021-2025	pag.	5
3. Considerazioni di carattere metodologico	pag.	7
3.1. Sintesi dei criteri di valutazione utilizzabili	pag.	7
3.2. Le metodologie adottate	pag.	9
4. Stima del valore della Società	pag.	14
4.1. La valutazione di reddituale basata sulle proiezioni di Piano	pag.	14
4.2. Ulteriori analisi sviluppate con riferimento alla metodologia reddituale.	pag.	16
4.2.1. Ipotesi di ulteriore apprezzamento del rischio di esecuzione del Piano.	pag.	16
4.2.2. Ipotesi di rettifica delle marginalità di Piano	pag.	17
4.3. La valutazione con il metodo dei multipli	pag.	19
4.4. Sintesi dei valori ottenuti	pag.	21
5. Conclusioni	pag.	22

PREMESSA

Il sottoscritto Luca Bertoli, dottore commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano e revisore legale dei conti iscritto nel Registro dei Revisori Contabili, professore a contratto di Bilancio e Operzioni straordinarie all'Università Bocconi di Milano, è stato incaricato della stima del valore delle quote rappresentative del 100% del capitale della società The Doers s.r.l., con sede legale in Torino, Piazza Solferino 20, codice fiscale, partita iva e registro delle imprese di Torino n. 10766230014, REA n. TO-1160369 (di seguito "The Doers" oppure la "Società"), capitale sociale Euro 10.000, interamente versato.

Per lo svolgimento dell'incarico ricevuto lo scrivente ha effettuato la stima richiesta sulla base delle considerazioni e dei criteri metodologici di seguito illustrati, pervenendo alle conclusioni contenute nel capitolo conclusivo. Le valutazioni sono state sviluppate sulla base della documentazione e delle informazioni fatte pervenire dalla Società, anche tramite propri consulenti.

Il sottoscritto ha quindi esaminato la documentazione che gli è stata fornita, utilizzandone le informazioni e i dati nonché assumendone la correttezza, completezza e coerenza con le finalità dell'incarico, senza operare alcuna autonoma attività di revisione o verifica. Pertanto, il sottoscritto non assume alcuna responsabilità né può esprimere alcun giudizio in ordine alla accuratezza, attendibilità e veridicità delle informazioni, dei dati e dei documenti ricevuti. Inoltre, nello svolgimento del presente incarico il sottoscritto non ha effettuato alcuna procedura di revisione contabile, né ha proceduto alla individuazione o alla verifica della esistenza di eventuali passività di qualsiasi natura (ad esempio, amministrativa, fiscale, legale, previdenziale, etc.), anche potenziali, non dichiarate, non registrate e/o non riportate nella documentazione ricevuta.

Si precisa, infine, che la presente relazione è utilizzabile esclusivamente per finalità interne del soggetto committente e non può essere utilizzata per altre finalità né diffusa senza il preventivo consenso scritto dello scrivente.

Per lo svolgimento dell'incarico, il sottoscritto ha acquisito ed esaminato la documentazione contabile e societaria, i dettagli, gli atti e le informazioni fatte pervenire dalla Società. Tra la documentazione esaminata, in particolare, risultano i seguenti documenti:

- bilancio della Società al 30 giugno 2020;
- bilancio della Società al 31 dicembre 2020 (periodo semestrale dal 30/06/2020 al 31/12/2020);
- piano economico 2021-2025 sottoscritto da tutti gli amministratori e soci di The Doers;
- documento di Company Profile del novembre 2020;
- report della due diligence contabile del 4 febbraio 2021;

- ulteriore documentazione informativa tecnica e contabile ritenuta idonea e necessaria allo scopo.

La data assunta a riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2020.

La documentazione acquisita è stata assunta facendo pieno affidamento sulla relativa veridicità, accuratezza e completezza. Nessun riscontro è stato svolto al riguardo da parte del sottoscritto, soprattutto per quanto riguarda la completezza delle poste rappresentate né nel Piano economico 2021-2025 sottoscritto da tutti gli amministratori e soci di The Doers. In particolare, riguardo alle proiezioni economiche 2021-2025 non è stata svolta alcuna analisi circa la ragionevolezza delle ipotesi sottese alla elaborazione delle proiezioni di ricavi e di costi, che sono state assunte e utilizzate sul presupposto che esse esprimano per gli amministratori della Società le migliori, più accurate e razionali stime ad oggi formulabili in merito alle dinamiche aziendali. Inoltre, si è assunto che non vi siano elementi informativi ulteriori rispetto a quelli forniti dal management della Società, utili ai fini dello svolgimento dell'incarico; soprattutto, il sottoscritto ha operato nel presupposto che non vi siano ulteriori passività, anche potenziali, note al management della Società che non siano state incluse nel Piano e che altrimenti inciderebbero sul valore aziendale determinato nella presente relazione.



1. PROFILO DELLA SOCIETÀ OGGETTO DELLA VALUTAZIONE.

Fondata nel 2012 con l'intento di supportare le startup italiane nella loro crescita, con il passare degli anni, e con l'ingresso in società di diversi soggetti, con esperienze e competenze multidisciplinari, il modello di business si eleva prima a quello di prestazione di un servizio di consulenza per le start-up nella definizione di un proprio business model – a tal fine mediante la costituzione nel 2015 di due società (“42 accelerator” e “42 Holdings”), il modello di affari progredisce in un acceleratore di start-up – e, successivamente, nel 2016 si evolve verso l'obiettivo di portare il proprio know-how al servizio di grandi società.

Vengono pertanto prima implementati progetti aventi come fulcro la formazione in aziende e nelle università e, in seguito, a partire dal 2019, si revisiona l'offerta concentrandosi solo sulle aziende di grandi dimensioni per offrire diversi modelli di offerta basati su tre practice:

- a) Corporate Intrapreneurship: servizio con l'obiettivo di coinvolgere i dipendenti della società cliente nei processi di innovazione, sia personale che collettiva, e in ultima analisi di renderli idonei a creare dei prodotti con delle chance di successo nel mercato.
 - b) Customer Discovery: servizio che permette di conoscere a fondo le vere necessità dei clienti, riducendo al minimo il rischio fallimento. Questo
- 

servizio, secondo la società, si fonda su discipline differenti (quali economia, psicologia e antropologia) e su un approccio scientifico, votato alla ricerca della prova contraria, piuttosto che alla ricerca della conferma delle proprie convinzioni.

- c) Innovation Strategy: servizio che inizialmente mira a fornire un frame per tutte le attività di innovazione, definendo ruoli e poteri dei vari attori e organizzando le funzioni di tutti i processi legati all'innovazione, per poi definire questioni come la strategia di crescita, gli investimenti in IT, il portfolio progetti, la promozione della creatività, delle skills imprenditoriali, del lavoro in team nonché dell'apprendimento continuo da parte dei dipendenti.

Queste tre aree sono a loro volta divise in tre differenti modalità di fruizione:

1. Consulenza: il servizio è eseguito da The Doers per la società cliente.
2. Coaching: i team Innovation delle società clienti sono seguiti dai coach di The Doers che li coadiuvano nello sviluppo di progetti nel breve termine.
3. Training: Workshop progettati per diffondere nelle grandi organizzazioni la cultura, gli strumenti ed il metodo innovativo.

A partire dal 2020 è prevista l'industrializzazione dell'offerta e quindi la messa a regime di questi servizi su scala più ampia. Inoltre si prevede di implementare un progetto, già in parte preliminarmente avviato con alcuni clienti della società e consistente in una piattaforma di coaching per i programmi di Intrapreneurship, destinata al responsabile dell'innovazione, al team e al coach The Doers. Questa piattaforma è pensata per includere al suo interno tutto ciò che è necessario per creare, sviluppare e monitorare un progetto di innovazione interna all'azienda, dall'idea al lancio del prodotto sul mercato.

Sulla base delle informazioni acquisite dalla Società, quest'ultima può contare consolidati rapporti con una clientela in buona parte rappresentata da clienti di elevato standing e di grande dimensione.

Per quanto concerne il personale che lavora, a vario titolo, per The Doers, il team è attualmente formato da 11 persone, di cui 3 soci, 5 dipendenti e 3 free lance.

2. LE PROIEZIONI ECONOMICHE DEL PERIODO 2021-2025.

La Società ha messo a disposizione del sottoscritto un Piano economico sviluppato per il periodo 2021-2025 e qui di seguito riprodotto (di seguito indicato come "Piano"). Il Piano risulta sottoscritto dagli attuali soci e amministratori di The Doers.

	Historical	Forecasts				
Conto Economico	H 2020 A	Y 2021 E	Y 2022 E	Y 2023 E	Y 2024 E	Y 2025 E
Ricavi	384.225	929.500	1.325.500	2.018.500	2.806.100	3.402.300
% growth vs Y-1	68,6%	42%	42,6%	52,3%	39,0%	21,2%
COGS + SGA + altri	259.493	676.598	1.019.897	1.478.846	2.093.847	2.551.623
% of sales	67,5%	72,8%	76,9%	73,3%	74,6%	75,0%
EBITDA	124.732	252.902	305.603	539.655	712.253	850.677
% of sales	32,5%	27,2%	23,1%	26,7%	25,4%	25,0%
Costi						
Stipendi Dipendenti	70.825	210.000	360.000	540.000	750.000	900.000
Stipendi Senior	30.890	90.000	150.000	300.000	420.000	420.000
Stipendi Partner	100.479	270.000	300.000	300.000	300.000	300.000
Bonus e aumenti Salariali			50.000	100.000	200.000	300.000
Marketing	16.375	32.750	49.125	73.688	110.531	165.797
% Incremento		30%	50%	50%	50%	50%
Consulenti su comm.	14.534	29.068	43.602	65.403	130.806	130.806
% Incremento		20%	50%	50%	100%	0%
Affitto e utilities	10.000	12.000	18.000	26.000	35.000	40.000
Altri costi	16.390	32.780	49.170	73.755	147.510	295.020
			50,00%	50,00%	100,00%	100,00%
Totale Costi	259.493	676.598	1.019.897	1.478.846	2.093.847	2.551.623

Le proiezioni di Piano, sviluppate fino a livello dell'EBITDA, partono dai dati consuntivi relativi al secondo semestre del 2020 (la società ha predisposto un bilancio al 31 dicembre 2020 che copre un periodo semestrale, e ciò al fine di allineare a partire dal 2021 il periodo amministrativo con l'anno solare), che hanno segnato una significativa crescita sia di fatturato, sia di marginalità.

Il Piano evidenzia quindi una crescita sostenuta dei ricavi, che dai 929,5 kEuro attesi del 2021 sono previsti salire fino a 3.402,3 kEuro del 2025, nel presupposto che abbia a realizzarsi quel progetto sopra menzionato di "industrializzazione" dell'offerta di servizi e di messa a regime di questi servizi su scala più ampia, partendo da un portafoglio clienti rappresentato anche da realtà di grande dimensione a livello italiano.

Corrispondentemente con la crescita attesa dei volumi di attività, sono stati ipotizzati nel Piano significative crescite dei costi del personale in senso ampio (dipendenti, senior e partners), ivi incluse ipotesi di bonus e di aumenti salariali. Peraltro, la tipologia di business esercitata da The Doers fa sì che la struttura dei costi sia molto concentrata su costi del personale e costi per servizi necessari per remunerare le persone che prestano la propria attività ai progetti di consulenza, di coaching e di training forniti alla clientela.

In tale contesto, si consideri che il Piano prevede per il 2021 costi di remunerazione di dipendenti, senior e partner per complessivi per 570 kEuro,

stimati poi cresciuti fino a complessivi 1.920 kEuro (inclusivi di bonus e adeguamenti di stipendi) nell'ultimo anno di Piano.

Analogamente, una elevata crescita viene ipotizzata nelle proiezioni di Piano con riferimento alle consulenze su commesse, stimate in circa 29 kEuro nel 2021 e in crescita fino a 130,8 kEuro nel 2021.

Tra le assunzioni di fondo ravvisabili nello sviluppo del Piano vi sono poi costi di marketing in crescita, fino a un importo annuo stimato di 165,8 kEuro nel 2025. Tale tipologia di costi sono legati anche alla esigenza di supportare la crescita anche con iniziative volte a fare conoscere sul mercato l'offerta di The Doers.

3. CONSIDERAZIONI DI CARATTERE METODOLOGICO

3.1. Sintesi dei criteri di valutazione utilizzabili

La dottrina e la prassi aziendalistica, in considerazione delle diverse funzioni attribuite alla valutazione dell'azienda nonché delle caratteristiche proprie delle singole aziende oggetto di stima, hanno elaborato una molteplicità di metodi valutativi; in particolare, sui differenti criteri di valutazione d'azienda anche la letteratura aziendalistica ha osservato che *«le caratteristiche dell'azienda da valutare presentano (...) peso notevole nelle scelte. Aziende scarsamente redditizie o in perdita, per esempio, esigono modi peculiari. Così come accade per aziende in grande espansione, nelle quali la scelta del modo come realizzare le previsioni sui flussi è determinante. Ed ancora: aziende con forte ciclicità esigono procedure adeguate per normalizzare i risultati storici e le previsioni; aziende appartenenti a settori decadenti non possono ispirare le loro attese ai soli risultati storici»* (Guatri, 1998).

Prima di indicare il metodo di stima prescelto appare opportuno ricordare, seppur brevemente, i principali metodi adottabili per la stima che, a questo riguardo, registrano le più frequenti applicazioni.

Metodi diretti o di mercato

Tali metodi si fondano sul presupposto che il valore dell'azienda sia riferito a possibili prezzi di scambio dell'azienda o di aziende consimili; tali metodi, sino a qualche anno fa considerati dalla dottrina come solamente indicativi (in quanto le valutazioni espresse dal mercato hanno la natura di prezzi negoziati e, quindi, risentono della forza contrattuale delle parti), in tempi più vicini hanno dimostrato una maggiore validità, perché capaci di introdurre, nelle stime, elementi considerati fondamentali, ovvero la misura del rischio, sia sistematico che settoriale, lasciando al valutatore il solo problema di soppesare l'eventuale maggiore o minore rischio dell'impresa analizzata, riducendo così lo spettro dei risultati logicamente accettabili.

Metodi patrimoniali, semplici o complessi

I metodi patrimoniali consistono nella valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale economico di un'azienda, ed hanno come risultato la stima del "capitale netto rettificato" (di solito abbreviato in "K"), ottenuta attraverso la riespressione a valori correnti di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Partendo dai dati contabili, i valori attivi non monetari (vale a dire le immobilizzazioni, le rimanenze di magazzino, i titoli e le partecipazioni possedute, i crediti), vengono riespressi a valori correnti. La valutazione di beni immateriali (marchi, brevetti, ecc.) richiede tecniche specifiche (c.d. metodi patrimoniali complessi).

Metodi reddituali

Tali metodi si fondano sul presupposto che il valore dell'azienda sia dato dai redditi attesi che essa sarà ragionevolmente in grado di produrre sulla base di determinate previsioni di sviluppo ed in assenza di accadimenti di mercato di natura straordinaria. I flussi di reddito attesi vengono attualizzati ad oggi sulla base di un tasso che rifletta il valore finanziario del tempo ed il rischio dell'investimento.

Tale idea si concretizza in una serie di diverse formulazioni atte a determinare il valore dell'azienda su base reddituale. Le formulazioni si differenziano principalmente in base all'ipotesi assunta circa la durata dei redditi attesi (capitalizzazione illimitata, capitalizzazione limitata con stima del valore residuo, ecc.), ed in base alla configurazione di reddito assunta (stima puntuale dei redditi, reddito medio normalizzato, ecc.).

Metodi finanziari

I metodi finanziari si fondano sulla concezione elaborata dalla teoria della finanza, in base alla quale l'azienda può essere valutata come un investimento (*rectius*: un portafoglio di investimenti) avente un valore corrispondente ai flussi finanziari che esso in prospettiva è in grado di generare e rendere disponibili agli azionisti. Tali metodi presuppongono una conoscenza puntuale od almeno una stima attendibile dei flussi di cassa generati (od assorbiti) dall'attività operativa caratteristica, per un definito periodo di tempo. In particolare, la previsione dei flussi riposa su una serie di ipotesi di fondo in termini di sviluppo, fabbisogno finanziario per investimenti in immobilizzazioni o nel capitale circolante, politica dei dividendi, ecc. Va da sé che i flussi stimati devono essere opportunamente attualizzati alla data della stima: nella scelta del tasso di attualizzazione si tiene conto del rischio specifico dell'investimento.

Metodi misti patrimoniali-redditali o con stima autonoma del goodwill (sovrareddito) o badwill

Dall'applicazione combinata dei principi di valutazione propri dei metodi patrimoniali e dei metodi redditali discendono i cosiddetti metodi misti, applicati nella prassi soprattutto nella forma patrimoniale-reddituale; tali criteri si dimostrano particolarmente adatti quando risulti opportuno o necessario l'utilizzo di criteri che tengano conto sia del valore corrente degli *assets* costituenti il patrimonio (nella loro valutazione semplice o complessa) che dei previsti futuri risultati economici. In questo modo, il valore economico è rappresentato da una componente – il valore del patrimonio netto rettificato – ottenuta dall'applicazione di uno dei criteri patrimoniali sopra descritti, e da un'altra che tiene conto delle prospettive redditali; nello specifico, nel metodo misto inteso nella sua accezione patrimoniale-reddituale, la componente reddituale costituisce il risultato dell'attualizzazione di una serie di risultati differenziali denominati «sovraredditi», calcolati sottraendo al reddito medio normalizzato stimato per il futuro il reddito ottenibile mediamente nel settore investendo un ammontare pari al patrimonio netto rettificato dell'azienda oggetto di valutazione.

La principale variante di tali metodi è basata, in particolare, sull'autonoma valutazione del goodwill o del badwill dell'impresa considerata. Il metodo misto tipicamente evidenzia il c.d. «avviamento», oggi definito dalle più recenti teorie di economia aziendale come sintesi dei «vantaggi competitivi» dell'azienda. Infatti, a seguito dell'avvento della «Teoria di creazione del valore» e della *resource-based view*, l'azienda è considerata come un portafoglio di attività reali e di competenze, ove le risorse detenute, se opportunamente sostenute da investimenti di mantenimento e reintegro, permettono di preservare nel tempo il differenziale competitivo con i concorrenti.

3.2. Le metodologie adottate.

Ai fini delle valutazioni svolte, il sottoscritto sottoscritto, sulla base della documentazione esaminata, dei dati pubblici acquisiti nonché delle informazioni ricevute e, in particolare, delle previsioni economiche contenute nel Piano 2021-2025 approvato dagli amministratori e soci di The Doers, ha proceduto a stimare il valore dell'equity della Società utilizzando sia una metodologia sintetica di tipo reddituale, sia un criterio di valutazione basato sui multipli di mercato.

Dal momento che oggetto della presente stima sono le quote rappresentative del 100% del capitale della Società, si è fatto riferimento al valore dell'equity dell'azienda di The Doers, nel suo complesso, al fine di pervenire alla valutazione delle quote richiesta.

Delle metodologie utilizzate viene di seguito fornita una breve sintesi metodologica.

Metodi fondati sui flussi

I metodi fondati sui valori-flusso rappresentano, secondo la dottrina e la prassi professionale, criteri razionali ed universali. Si tratta di metodi ampiamente diffusi in tutti i paesi ed utilizzabili per tutti i fini e gli obiettivi attinenti alla valutazione d'azienda.

I metodi fondati sui flussi si distinguono a loro volta in metodi reddituali (basati su flussi di reddito) e metodi finanziari (basati su flussi finanziari).

Dal punto di vista teorico, la valutazione dell'impresa fondata sui flussi consiste nella determinazione dell'equivalente certo di un flusso futuro di risultati incerti. Tale risultato si ottiene, nella pratica, attraverso il processo di attualizzazione del flusso, utilizzando un appropriato tasso.

Il principale metodo di determinazione del tasso di attualizzazione, riconosciuto sia dalla dottrina che dalla prassi professionale, è il modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), basato sulla seguente formula:

$$k_e = r_f + s$$

dove:

k_e	=	tasso di rendimento del capitale proprio;
r_f	=	tasso di rendimento per investimenti privi rischio;
s	=	$\beta(r_m - r_f)$
β	=	coefficiente che misura il rischio della specifica azienda, espresso dalla volatilità del suo rendimento rispetto a quello dell'intero mercato;
r_m	=	tasso di rendimento di mercato;
$(r_m - r_f)$	=	premio per il rischio di mercato che costituisce una maggiorazione percentuale del tasso precedente quale premio richiesto da un potenziale investitore per partecipare al rischio d'impresa tipico del settore cui appartiene l'azienda oggetto di valutazione.

Il punto focale del CAPM è il coefficiente β che rappresenta il rischio specifico dell'azienda oggetto di valutazione e misura il cd. rischio non diversificabile. Al riguardo si evidenzia che l'investimento in capitale di rischio di una qualsiasi società genera due tipi di rischi: un primo legato all'andamento della stessa società, un secondo legato invece all'andamento generale dell'economia, che si ripercuote sui vari settori e sulle aziende.

Il rischio del primo tipo può essere eliminato dagli investitori tramite la diversificazione del portafoglio; il secondo non può essere eliminato dalla diversificazione (è detto perciò rischio non diversificabile). Il coefficiente β rappresenta, appunto, una misura del rischio non diversificabile.

Il metodo reddituale

Il metodo reddituale si basa sul concetto che il valore economico intrinseco di un complesso aziendale discende dai redditi prospettici che l'azienda appare in grado di generare nel tempo, dalla qualità di tali redditi e dalla loro distribuzione lungo l'arco temporale considerato.

Con l'applicazione del metodo reddituale, il valore di un'azienda corrisponde alla somma dei redditi che la stessa potrà generare nel tempo per remunerare i propri fornitori di capitale. Pertanto, il valore di un'azienda consiste nel valore attuale netto (*net present value*) dei redditi che dalla stessa saranno destinati nel tempo ai fornitori di capitale.

Il metodo reddituale può essere declinato sia nella determinazione del valore del capitale economico (prospettiva *equity side*) sia nella determinazione del valore dell'azienda (prospettiva *asset side*). Nel primo caso, si determina il valore del capitale economico dell'azienda attualizzando i redditi di esclusiva pertinenza degli azionisti. Nel secondo caso, si determina l'*Enterprise Value*, inteso come valore delle attività che costituiscono l'azienda e che contribuiscono alla generazione dei redditi netti prospettici.

Nel caso in cui il metodo reddituale sia applicato nella prospettiva *equity side* i flussi reddituali sono rappresentati dagli utili netti conseguiti dall'azienda. L'utile netto, in quanto disponibile per i soli azionisti sarà attualizzato ad un tasso che esprima il solo costo del capitale proprio.

Nel caso in cui, invece, il metodo reddituale sia declinato nella prospettiva *asset side*, ovvero sia utilizzato per la determinazione del valore degli *asset* costituenti l'azienda, i flussi reddituali da attualizzare sono rappresentati dai redditi operativi defiscalizzati. In tale specifica fattispecie, il flusso reddituale così determinato è di competenza non solo degli azionisti, ma di tutti i fornitori di capitale, sia di rischio che di debito. Pertanto tale reddito deve essere attualizzato ad un tasso che esprima la media ponderata (secondo l'effettivo utilizzo) del costo del capitale di debito e di quello del capitale proprio, per ottenere il valore globale del capitale impiegato nell'azienda. Sottraendo da tale importo il valore di mercato del capitale di debito, si perverrà al valore del capitale economico dell'azienda. In tal caso, difatti, essendo i flussi al servizio sia dei creditori che degli azionisti (in quanto calcolati al lordo degli oneri finanziari), il costo del capitale dovrà incorporare il rendimento richiesto dai detentori sia del capitale di debito che di quello di rischio.

Con riguardo al tasso utilizzato per attualizzare i redditi, lo stesso sarà quindi rappresentato:

- nella prospettiva *equity side*, dal costo del capitale proprio dell'azienda, ovvero il rendimento minimo richiesto dagli azionisti per quello specifico investimento. Tale parametro si compone, di un "tasso base" (costituito dal rendimento di attività prive di rischio) e di un premio per il rischio. Il primo coincide con il rendimento di investimenti alternativi privi di rischio; il secondo consiste in una maggiorazione di rendimento, finalizzata a

compensare l'investitore per aver rinunciato ad un investimento non rischioso in favore di uno dagli esiti aleatori. La determinazione del premio per il rischio è fondata sul modello CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), come sopra illustrato;

- nella prospettiva *asset side*, dal costo medio ponderato del capitale, come espressione della media del costo del debito (al netto degli oneri fiscali) e di quello del capitale proprio (così come descritto al punto precedente).

Il metodo reddituale, nella prospettiva *equity side*, si riassume nella seguente formula:

$$Equity Value = \frac{Utile\ prospettico}{(k_e - g^\infty)}$$

dove:

Equity Value = il valore del capitale economico, oggetto di analisi;

Utile prospettico = utile prospettico atteso;

k_e = costo del capitale proprio dell'azienda: si tratta del tasso adottato per l'attualizzazione dei flussi reddituali;

g^∞ = rappresenta il saggio di crescita dei flussi di reddito nel lungo periodo.

Il metodo dei multipli

Il metodo dei multipli è annoverato tra i così detti metodi empirici i quali affrontano la valutazione dell'impresa da una visuale completamente diversa rispetto ai metodi tradizionali analitici.

Essi, infatti, non si fondano su formule valutative analiticamente costruite, ma deducono il valore direttamente da osservazioni di mercato, basandosi sui prezzi nelle negoziazioni del settore di appartenenza dell'azienda.

L'utilizzo del metodo dei multipli ha registrato, negli ultimi decenni, una grande diffusione. Hanno contribuito a tale diffusione:

- lo sviluppo dei mercati finanziari e delle operazioni di finanza straordinaria (fusioni e acquisizioni, cd. operazioni di M&A) che ha reso disponibile una vasta mole di valori di riferimento, anche per società non quotate;
- il prevalere nei metodi analitici di valori prospettici, difficili da stimare adeguatamente.

L'assunto sui cui si fonda il metodo dei multipli è rappresentato dalla relazione esistente tra la grandezza economica considerata rilevante per la valutazione dell'azienda (ad esempio: Fatturato, EBITDA, EBIT, Utile Netto, etc.) ed il valore economico del capitale dell'azienda stessa.

Da tale relazione discende il valore economico dell'azienda come prodotto della grandezza economica di riferimento per un coefficiente di moltiplicazione. Tale coefficiente di moltiplicazione, cd. multiplo, è determinato sulla base dei prezzi di mercato di società comparabili. In particolare si distinguono due approcci:

- l'approccio delle società comparabili, dove il multiplo è derivato dai prezzi di borsa delle azioni di società comparabili quotate;
- l'approccio delle transazioni comparabili, dove i multipli sono ricavati da transazioni private.

Il metodo si riassume nella seguente formula:

$$W_t = K_t \times \left(\frac{P}{K} \right)_{medio}$$

Dove:

W_t = valore del capitale dell'azienda oggetto di valutazione (o azienda *target*)

K_t = grandezza espressiva del valore dell'azienda *target*

$\left(\frac{P}{K} \right)_{medio}$ = multiplo medio

P = valore di mercato del capitale delle società comparabili

K = grandezza economica di riferimento

Come per i metodi tradizionali, anche il metodo dei multipli si delinea secondo due approcci:

- *equity side*, che perviene alla stima diretta del valore economico del capitale proprio (*Equity Value*) moltiplicando il multiplo medio calcolato per la grandezza economica di riferimento (tipicamente utile netto, dividendi o valore contabile del patrimonio netto);
- *asset side* che perviene alla stima del valore dell'intero capitale economico dell'azienda (*Enterprise Value*) moltiplicando il multiplo medio calcolato per la grandezza economica di riferimento (tipicamente ricavi, EBITDA o EBIT).

Il processo logico alla base del metodo è sintetizzabile come segue:

- scelta delle grandezze economiche di riferimento (Fatturato, EBITDA, EBIT, Utile Netto, etc.) e quindi dei multipli da utilizzare;
- scelta del campione di società/transazioni da utilizzare per il confronto;
- calcolo del multiplo;
- determinazione del valore della società oggetto di analisi attraverso l'applicazione dei multipli alle grandezze economiche della società stessa.

4. STIMA DEL VALORE DELLA SOCIETÀ.

4.1. La valutazione reddituale basata sulle proiezioni di Piano.

Ai fini della valutazione del valore aziendale secondo il metodo *reddituale*, si è fatto anzitutto riferimento ai dati economici di Piano fornito dalla Società e sottoscritto dai soci e amministratori di The Doers, procedendo poi come segue:

- a. individuazione del reddito netto di ciascun esercizio nel periodo di Piano;
- b. calcolo del costo del capitale (k_e);
- c. calcolo del terminal value;
- d. individuazione del valore dell'azienda.

a. La determinazione del reddito netto per ciascun anno di piano è stata svolta assumendo a riferimento i risultati economici attesi lungo il periodo di Piano. Tuttavia, siccome le proiezioni di Piano si sono fermate a livello di EBITDA, si è reso necessario stimare le ulteriori componenti reddituali necessarie a pervenire a una configurazione di risultato netto di ciascun esercizio e, in particolare, relative a: i) ammortamenti delle immobilizzazioni e svalutazioni; ii) oneri e proventi finanziari; iii) imposte dell'esercizio.

Con riguardo agli ammortamenti, occorre constatare che storicamente la società non presenta elevati costi correlati all'ammortamento; ad esempio, nel secondo semestre 2020 le quote di ammortamento ammontavano a meno di 2 kEuro. Non essendo stato reso disponibile dalla Società uno sviluppo patrimoniale e finanziario del Piano, sono state ipotizzati dei livelli di investimento stimati sulla base di parametri di settore. In particolare, sulla scorta di banche dati societarie, si è fatto riferimento alla incidenza dei flussi di investimento parametrato sui volumi di attività (ricavi) per società italiane operanti nel settore della consulenza di dimensioni coerenti con The Doers (livello di fatturato annuo nel range Euro 0,1 – 10,0 mln), individuando un valore mediano di circa 1,40% dei ricavi annui. Si è ipotizzato quindi che l'ammontare degli investimenti così stimato coincida con gli ammortamenti annui.

Per quanto concerne il risultato della gestione finanziaria, mancando evidenze in ordine allo sviluppo patrimoniale e finanziario di Piano, si è fatto riferimento ai dati storici recenti e alla attuale struttura patrimoniale della Società, che evidenzia debiti finanziari contenuti e una posizione finanziaria netta attiva. Considerato che i risultati economici recenti del secondo semestre 2020 riportano oneri finanziari per 102 Euro, nel Piano sono stati ipotizzati Euro 200 annui.

Infine, con riguardo alle imposte d'esercizio, si è fatto riferimento a una aliquota media del 30%, coerente con quella desumibile dal bilancio consuntivo del secondo semestre 2020.

I risultati economici assunti a riferimento per la valutazione reddituale sono pertanto di seguito riportati:

Conto Economico	H2 2020 A		Y 2021 E		Y 2022 E		Y 2023 E		Y 2024 E		Y 2025 E	
Ricavi	384.225	100,0%	929.500	100,0%	1.325.500	100,0%	2.018.500	100,0%	2.806.100	100,0%	3.402.300	100,0%
Stipendi Dipendenti Jr	70.825	18,4%	210.000	22,6%	360.000	27,2%	540.000	26,8%	750.000	26,7%	900.000	26,5%
Stipendi Senior	30.890	8,0%	90.000	9,7%	150.000	11,3%	300.000	14,9%	420.000	15,0%	420.000	12,3%
Stipendi Partner	100.479	26,2%	270.000	29,0%	300.000	22,6%	300.000	14,9%	300.000	10,7%	300.000	8,8%
Bonus e aumenti Salariali	-	0,0%	-	0,0%	50.000	3,8%	100.000	5,0%	200.000	7,1%	300.000	8,8%
Marketing	16.375	4,3%	32.750	3,5%	49.125	3,7%	73.688	3,7%	110.531	3,9%	165.797	4,9%
Consulenti su commessa	14.534	3,8%	29.068	3,1%	43.602	3,3%	65.403	3,2%	130.806	4,7%	130.806	3,8%
Affitto e utilities	10.000	2,6%	12.000	1,3%	18.000	1,4%	26.000	1,3%	35.000	1,2%	40.000	1,2%
Altri costi	16.390	4,3%	32.780	3,5%	49.170	3,7%	73.755	3,7%	147.510	5,3%	295.020	8,7%
Totale Costi	259.493	67,5%	676.598	72,8%	1.019.897	76,9%	1.478.846	73,3%	2.093.847	74,6%	2.551.623	75,0%
EBITDA	124.732	32,5%	252.902	27,2%	305.603	23,1%	539.655	26,7%	712.253	25,4%	850.677	25,0%
AMMORTAMENTI E SVALUTAZIONI	(1.717)	-0,4%	(13.000)	-1,4%	(19.000)	-1,4%	(28.000)	-1,4%	(39.000)	-1,4%	(48.000)	-1,4%
EBIT	123.015	32,0%	239.902	25,8%	286.603	21,6%	511.655	25,3%	673.253	24,0%	802.677	23,6%
ONERI E PROVENTI FINANZIARI	(102)	0,0%	(200)	0,0%	(200)	0,0%	(200)	0,0%	(200)	0,0%	(200)	0,0%
REDDITO ANTE IMPOSTE	122.913	32,0%	239.702	25,8%	286.403	21,6%	511.455	25,3%	673.053	24,0%	802.477	23,6%
IMPOSTE	(36.668)	-9,5%	(71.911)	-7,7%	(85.921)	-6,5%	(153.436)	-7,6%	(201.916)	-7,2%	(240.743)	-7,1%
UTILE (PERDITA) D'ESERCIZIO	86.245	22,4%	167.791	18,1%	200.482	15,1%	358.018	17,7%	471.137	16,8%	561.734	16,5%

b. È stato quindi individuato il costo del capitale (k_e) con cui stimare il valore attuale dei risultati economici di Piano. Alla base della determinazione del costo del capitale vi è anzitutto la scelta del tasso nominale privo di rischio r_f , individuato sulla base del rendimento medio 2020 dei Titoli di Stato Italiani, Btp a 10 anni (1,3%). Il valore del premio per il rischio di mercato [$r_m - r_f$] Italia è stato invece assunto pari al 6,25%.

Il rischio di settore β è espressione tipica del modello CAPM, che prevede che nella determinazione del costo del capitale, la maggiorazione per il rischio afferente l'investimento azionario vada moltiplicata per un fattore rappresentativo del rischio di settore. Il *beta* esprime concretamente la volatilità nel rendimento di un determinato titolo azionario rispetto alla media dell'intero mercato. Poiché The Doers non è una società quotata, per la stima del *beta* si è fatto riferimento al *beta* di società quotate operanti nel settore Consulting. In particolare, il *beta* assunto a riferimento è pari a 0,95.

In considerazione della dimensione della società e del rischio di sviluppo del Piano, nel calcolo del costo del capitale è stato inserito un premio aggiuntivo per il rischio nell'ordine del 5,0%.

Il costo del capitale proprio, ottenuto mediante l'impiego della formula del CAPM, è, quindi, pari a 12,2%.

Dalla applicazione di tale costo del capitale ai risultati economici sopra individuati, emerge un valore complessivo di circa Euro 1,2 mln nel periodo di Piano.

c. Il valore terminale è stato determinato assumendo a riferimento il risultato economico dell'ultimo anno di Piano e un tasso di crescita di lungo termine (g)

pari a 1,0%. Assumendo il costo del capitale sopra definito, il valore terminale viene stimato pari a Euro 2,8 mln.

d. Ai fini della determinazione dell'equity value, è stato quindi sommato il valore dei flussi di risultati economici previsti da Piano e il valore finale, ottenendo così un importo complessivo di Euro 4,0 mln.

4.2. Ulteriori analisi sviluppate con riferimento alla metodologia reddituale.

Il valore inizialmente stimato applicando la metodologia reddituale alle proiezioni di Piano è stato analizzato e oggetto di ulteriori analisi, al fine di tenere in considerazione un aspetto di rilievo che emerge dalla lettura dello stesso Piano, ovvero il fatto che tale Piano presupponga una crescita particolarmente significativa dei ricavi e delle marginalità, proiettando la Società, alla fine del periodo di previsione esplicita (2025), su valori particolarmente differenti dagli economics attuali.

Per tenere conto di questo aspetto, sono state sviluppate ulteriori stime, sempre basate su un criterio reddituale, che fanno riferimento a distinte ipotesi di lavoro:

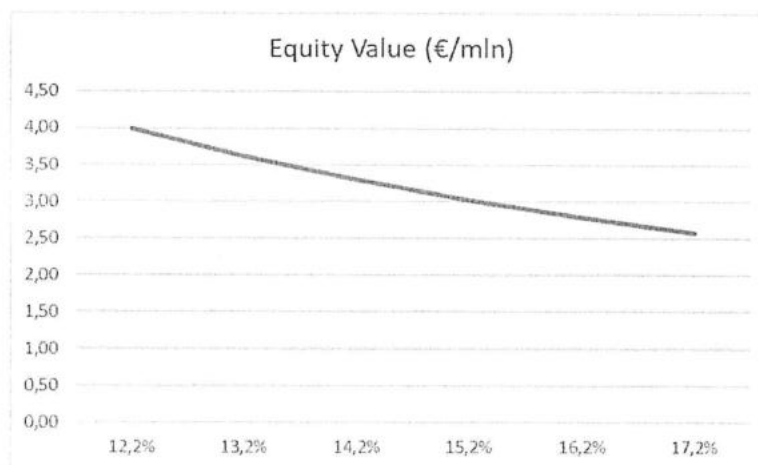
- 1) in un primo caso, si è inteso apprezzare ulteriormente il rischio di esecuzione del Piano predisposto dagli amministratori della Società mediante l'inserimento di un ulteriore premio per il rischio nel costo del capitale;
- 2) in una seconda ipotesi di lavoro, sono state modificate le ipotesi di sviluppo del Piano, sulla base di dati di settore legati alla marginalità attesa per imprese operanti nel settore della consulenza.

4.2.1. Ipotesi di ulteriore apprezzamento del rischio di esecuzione del Piano.

Con riferimento alla prima ipotesi, si è inteso apprezzare ulteriormente il rischio di esecuzione del Piano mediante incremento del costo del capitale utilizzato. Nello specifico, è stata sviluppata una sensitivity, con un incremento progressivo del premio per rischi specifici fino a +5,0%, pervenendo a un costo del capitale fino al 17,2%.

L'equity Value della Società, parità di altre ipotesi, si riduce fino a un valore di 2,6 mln, come rilevato nella seguente tabella (dati in Euro/mln):

Ke	Equity Value (€/mln)
12,2%	3,99
13,2%	3,61
14,2%	3,29
15,2%	3,02
16,2%	2,79
17,2%	2,58



4.2.2. Ipotesi di rettifica delle marginalità di Piano.

In alternativa, è stata sviluppata una ipotesi alternativa che, partendo dai dati prospettici contenuti nel Piano, opera una rettifica ai numeri di Piano a livello di marginalità.

Al riguardo, sulla base di banche dati societarie, si è fatto riferimento all'EBITDA Margin di società italiane operanti nel settore della consulenza di dimensioni coerenti con The Doers (livello di fatturato annuo nel range Euro 0,1 – 10,0 mln) e assumendo a riferimento i bilanci del periodo 2018-2020. Sulla scorta di tale analisi, sono stati individuati i seguenti range di valore:

	EBITDA/Vendite (%) 2020	EBITDA/Vendite (%) 2019	EBITDA/Vendite (%) 2018
N. OSSERVAZIONI	1.450	12.221	12.149
MIN	-890,34%	-943,28%	-959,53%
I QUARTILE	1,34%	3,07%	3,25%
MEDIANA	7,60%	9,36%	9,52%
III QUARTILE	24,78%	23,90%	23,85%
MAX	100,00%	132,39%	931,89%

Tali valori da una parte evidenziano come l'EBITDA Margin ipotizzato nelle proiezioni di Piano si collochi su livelli prossimi al terzo quartile delle analisi sopra riportate, le quali collocano il range interquartile fino a valori del 23,9%-24,8%.

Dall'altra parte, tali estrazioni di dati evidenziano dati mediani su valori medi 2018-2020 di circa il 9,0%.

Pertanto, ai fini della ipotesi di lavoro alternativa qui esaminata, si è proceduto a rettificare le proiezioni di Piano partendo dalla stessa struttura di costi già prevista da Piano, ma riducendo i ricavi previsti, di modo da

posizionare la marginalità operativa lorda (EBITDA Margin) al livello mediano del 9,0%.

I risultati economici di Piano così rettificati sono riportati nella seguente tabella (di seguito "Piano Adj"), che evidenzia ricavi a fine Piano nell'ordine di 2,8 mln anziché di 3,4 mln e un utile di esercizio che si colloca nell'ordine di circa 50/150 kEuro annui.

Conto Economico	H2 2020 A		Y 2021 E		Y 2022 E		Y 2023 E		Y 2024 E		Y 2025 E	
Ricavi	384.225	100,0%	743.500	100,0%	1.120.800	100,0%	1.625.100	100,0%	2.300.900	100,0%	2.804.000	100,0%
Stipendi Dipendenti Jr	70.825	18,4%	210.000	28,2%	360.000	32,1%	540.000	33,2%	750.000	32,6%	900.000	32,1%
Stipendi Senior	30.890	8,0%	90.000	12,1%	150.000	13,4%	300.000	18,5%	420.000	18,3%	420.000	15,0%
Stipendi Partner	100.479	26,2%	270.000	36,3%	300.000	26,8%	300.000	18,5%	300.000	13,0%	300.000	10,7%
Bonus e aumenti Salariali	-	0,0%	-	0,0%	50.000	4,5%	100.000	6,2%	200.000	8,7%	300.000	10,7%
Marketing	16.375	4,3%	32.750	4,4%	49.125	4,4%	73.688	4,5%	110.531	4,8%	165.797	5,9%
Consulenti su commessa	14.534	3,8%	29.068	3,9%	43.602	3,9%	65.403	4,0%	130.806	5,7%	130.806	4,7%
Affitto e utilities	10.000	2,6%	12.000	1,6%	18.000	1,6%	26.000	1,6%	35.000	1,5%	40.000	1,4%
Altri costi	16.390	4,3%	32.780	4,4%	49.170	4,4%	73.755	4,5%	147.510	6,4%	295.020	10,5%
Totale Costi	259.493	67,5%	676.598	91,0%	1.019.897	91,0%	1.478.846	91,0%	2.093.847	91,0%	2.551.623	91,0%
EBITDA	124.732	32,5%	66.902	9,0%	100.903	9,0%	146.255	9,0%	207.053	9,0%	252.377	9,0%
AMMORTAMENTI E SVOLUTAZIONI	(1.717)	-0,4%	(10.000)	-1,3%	(16.000)	-1,4%	(23.000)	-1,4%	(32.000)	-1,4%	(39.000)	-1,4%
EBIT	123.015	32,0%	56.902	7,7%	84.903	7,6%	123.255	7,6%	175.053	7,6%	213.377	7,6%
ONERI E PROVENTI FINANZIARI	(102)	0,0%	(200)	0,0%	(200)	0,0%	(200)	0,0%	(200)	0,0%	(200)	0,0%
REDDITO ANTE IMPOSTE	122.913	32,0%	56.702	7,6%	84.703	7,6%	123.055	7,6%	174.853	7,6%	213.177	7,6%
IMPOSTE	(36.668)	-9,5%	(17.011)	-2,3%	(25.411)	-2,3%	(36.916)	-2,3%	(52.456)	-2,3%	(63.953)	-2,3%
UTILE (PERDITA) D'ESERCIZIO	86.245	22,4%	39.691	5,3%	59.292	5,3%	86.138	5,3%	122.397	5,3%	149.224	5,3%

È stato quindi applicato il costo del capitale sopra determinato ai risultati economici del Piano Adj, pervenendo a un valore attuale complessivo di circa Euro 0,30 mln nel periodo 2021-2025.

Anche in questa ipotesi di lavoro, il valore terminale è stato determinato assumendo a riferimento il risultato economico dell'ultimo anno del Piano Adj e un tasso di crescita di lungo termine (g) pari a 1,0%. Assumendo il costo del capitale sopra definito, il valore terminale viene stimato pari a Euro 0,75 mln.

Ai fini della determinazione dell'equity value, è stato quindi sommato il valore dei flussi di risultati economici previsti da Piano e il valore finale, ottenendo così un importo complessivo di Euro 1,05 mln.

È stata poi inserita una sensitivity analysis sui valori così stimati, considerando una variazione del costo del capitale in un range del $\pm 1,0\%$. L'analisi ha portato al range di risultati di seguito sintetizzati, compreso tra 0,95 mln e 1,17 mln:

Ke	Equity Value (€/mln)
11,2%	1,17
11,7%	1,11
12,2%	1,05
12,7%	1,00
13,2%	0,95

4.3. La valutazione con il metodo dei multipli.

L'utilizzo dei multipli si basa sul processo logico di seguito sintetizzato:

1. scelta delle grandezze economiche di riferimento e quindi dei multipli da utilizzare;
2. scelta del campione di società da utilizzare per il confronto e calcolo del multiplo;
3. calcolo dei multipli delle società rientranti nel campione;
4. determinazione del valore della Società attraverso l'applicazione alle grandezze economiche di questo dei multipli delle società comparabili.

La scelta dei multipli e della grandezza di riferimento

Al fine della valutazione della Società sono stati utilizzati due multipli *asset side*:

- Enterprise Value/Ricavi (EV/S)
- Enterprise Value/EBITDA (EV/EBITDA)

I multipli sopra menzionati non sono influenzati da politiche di ammortamento, rendendo così maggiormente comparabili le *performance* economiche fra società diverse.

La scelta del campione e calcolo del multiplo

Dopo aver analizzato le caratteristiche della Società, il suo modello di *business* ed il settore in cui opera, lo scrivente ha identificato un paniere di transazioni recenti aventi ad oggetto società che operano nel settore della consulenza e di dimensione non superiore a Euro 50 mln di fatturato.

In particolare, sulla base di banche date specializzate, sono state identificate transazioni per le quali fossero disponibili i multipli impliciti delle tipologie selezionate (EV/S ed EV/EBITDA).

	EV/S	EV/EBITDA
MEDIA	3,8	13,0
MEDIANA	1,9	9,1

	EV/S	EV/EBITDA
MIN	0,6	2,9
I QUARTILE	1,3	7,2
MEDIANA	1,9	9,1
III QUARTILE	3,6	12,3
MAX	35,0	45,7

I dati ottenuti mostrano come la mediana del multiplo EV/S relativo alle transazioni su società comparabili sia pari a 1,9, mentre la mediana del multiplo EV/EBITDA sia pari a 9,1.

La determinazione del capitale economico della Società

Da ultimo si è proceduto alla determinazione del valore del capitale economico della Società applicando alle grandezze economiche di riferimento i multipli come sopra determinati.

In particolare, con riferimento ai ricavi, si è fatto riferimento ai ricavi risultanti dai recenti bilanci. In particolare, è stato desunto un dato medio risultante dagli ultimi bilanci predisposti con riferimento alla data del 30 giugno 2020 (periodo amministrativo annuale) e alla data del 31 dicembre 2020 (bilancio di durata semestrale). Il valore medio dei ricavi è stato stimato in misura pari a 0,7 mln.

Pertanto, dal prodotto tra valore del multiplo selezionato e la corrispondente grandezza di riferimento di pertinenza della Società si ottiene una stima dell'*Enterprise Value* pari a 1,3 mln.

Per poter determinare il valore del capitale economico della Società occorre sottrarre all'*Enterprise Value* la sua Posizione Finanziaria Netta al 31 dicembre 2020, che risulta pari a 52,4 kEuro di eccesso di liquidità rispetto all'indebitamento finanziario.

Pertanto, il valore del capitale economico della Società alla data di riferimento, determinato in base al metodo dei multipli sui ricavi, è pari 1,39 mln:

MULTIPLO EV/S	
Ricavi medi 30/6/19 - 31/12/20 (kEuro)	696,8
Multiplo EV/S	1,9
EV (kEuro)	1.335,6
PFN 31/12/20 (kEuro)	-52,4
Equity Value (kEuro)	1.388,0

Anche con riguardo all'EBITDA si è fatto riferimento ai dati risultanti dai recenti bilanci. In particolare, è stato desunto un dato medio risultante dagli ultimi bilanci predisposti con riferimento alla data del 30 giugno 2020 (periodo amministrativo annuale) e alla data del 31 dicembre 2020 (bilancio di durata semestrale). Il valore medio dei ricavi è stato stimato in misura pari a 0,1 mln.

Pertanto, dal prodotto tra valore del multiplo selezionato e la corrispondente grandezza di riferimento di pertinenza della Società si ottiene una stima dell'*Enterprise Value* pari a 0,9 mln.

Per poter determinare il valore del capitale economico della Società occorre sottrarre all'*Enterprise Value* la sua Posizione Finanziaria Netta al 31 dicembre 2020, che risulta pari a 52,4 kEuro di eccesso di liquidità rispetto all'indebitamento finanziario.

Pertanto, il valore del capitale economico della Società alla data di riferimento, determinato in base al metodo dei multipli sui ricavi, è pari 1,0 mln:

MLTIPLO EV/ EBITDA

EBITDA medio 30/6/19 - 31/12/20 (kEuro)	103,3
Multiplo EV/EBITDA	9,1
EV (kEuro)	938,2
PFN 31/12/20 (kEuro)	-52,4
Equity Value (kEuro)	990,6

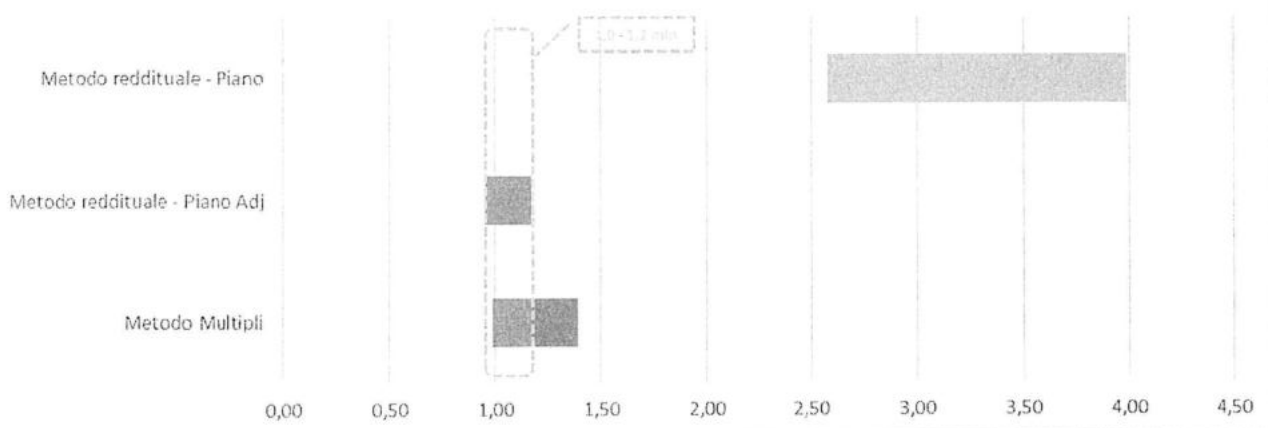
4.4. Sintesi dei valori ottenuti.

Nel grafico sotto riportato sono sintetizzati gli esiti delle valutazioni ottenute sulla base delle metodologie adottate. Come evidenziato, emerge una sovrapposizione tra range di valori ottenuti con la metodologia dei multipli e valori ottenuti con la metodologia reddituale applicata alla versione rettificata del Piano 2021-2025, con una convergenza nell'intervallo 1,00 – 1,17 mln. Sensibilmente fuori da questo range, invece, si collocano i valori stimati con riferimento al Piano 2021-2025 nella versione approvata dai soci e amministratori, e ciò anche in ragione delle considerazioni sopra riportate.

Si ritiene pertanto ragionevole individuare il valore della società The Doers – e, di conseguenza, il valore delle quote di capitale rappresentative nel complesso il 100% del capitale della Società – in un intervallo di valori (arrotondati) compreso tra Euro 1,0 e 1,2 mln.

Dati Euro/mln

Equity Value



5. CONCLUSIONI

Il sottoscritto, sulla base della documentazione esaminata, dei dati pubblici acquisiti nonché delle informazioni ricevute e, in particolare, delle previsioni economiche contenute nel Piano 2021-2025 approvato dagli amministratori e soci di The Doers, ha proceduto a stimare il valore dell'equity della Società utilizzando sia una metodologia sintetica di tipo reddituale, sia un criterio di valutazione basato sui multipli di mercato.

In particolare, il risultato dell'iter valutativo condotto applicando la metodologia reddituale ai valori di Piano messi a disposizione ha evidenziato un valore del capitale economico della Società alla data del 31 dicembre 2020 compreso tra 2,58 e 3,99 Euro/mln.

Tuttavia, sono state svolte ulteriori analisi di sensitività sul Piano, intervenendo sulla marginalità di Piano (versione Piano Adj), che hanno portato a una valutazione con il metodo reddituale più contenuta, in un range di valori compreso tra 0,95 Euro/mln e 1,17 Euro/mln.

Questo secondo intervallo di valori ha trovato conforto nella applicazione di una metodologia basata sui multipli di transazioni aventi ad oggetto società operanti nel settore della consulenza. Questa metodologia, in particolare, è stata applicata facendo riferimento a moltiplicatori riferiti a grandezze economiche dei ricavi e dell'EBITDA e ha portato a una stima del valore del capitale economico della Società compreso tra 1,0 e 1,39 Euro/mln.

Come evidenziato nella presente relazione, emerge una sovrapposizione tra range di valori ottenuti con la metodologia dei multipli e valori ottenuti con la metodologia reddituale applicata alla versione rettificata del Piano 2021-2025, con una convergenza nell'intervallo compreso tra 1,0 e 1,17 mln.

Si ritiene pertanto ragionevole individuare il valore della società The Doers – e, di conseguenza, il valore delle quote di capitale rappresentative nel complesso il 100% del capitale della Società – in un intervallo di valori (arrotondati) compreso tra Euro 1,0 e 1,2 mln.

Milano, 8 giugno 2021

Luca Bertoli



ASSEVERAZIONE DI GIURAMENTO

N. 14722 di repertorio

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno 2021 (duemilaventuno) addì 8 (otto) giugno.

In Milano, nella casa in Via Santa Marta n. 19.

Avanti a me Dott. Federico Prinetti, Notaio in Milano, iscritto presso il Collegio Notarile di Milano, è personalmente comparso il Sig. Bertoli Luca, nato a Pavia il 22 agosto 1980 e domiciliato a Milano, Piazza Borromeo n. 14, della cui identità personale io Notaio sono certo, il quale mi presenta il documento che precede e chiede di asseverarlo con giuramento.

Da me ammonito ai sensi di legge, il comparente presta il giuramento di rito ripetendo le parole "Giuro di avere bene e fedelmente proceduto alle operazioni affidatemi e di non avere avuto altro scopo che quello di far conoscere la verità."

Di quest'atto io Notaio ho dato lettura alla parte che lo approva e con me lo sottoscrive.

Consta il presente atto di un foglio dattiloscritto su una pagina con nastro indelebile da persone di mia fiducia.

Luca Bertoli

