



Belluzzo Mercanti
WEALTH | LAW | TAX | FINANCE

Forward
Thinking

Dott. Daniele Carlo Trivi

Dottore Commercialista – C.F. TRV DLC 55C15 Z613F

Via Andegari n. 4 – MILANO

RELAZIONE DI VALUTAZIONE

DELLA SOCIETA'

SMART BUSINESS LAB S.R.L.

ALLA DATA DI RIFERIMENTO DEL 31/12/2021



Il presente documento è composto da n. 55 pagine

SOMMARIO

1. NATURA DELL'INCARICO	4
1.1 OGGETTO DELLA VALUTAZIONE	4
1.2 CONFIGURAZIONE DI VALORE ("BASIS OF VALUE")	5
1.3 PROSPETTIVA DI VALUTAZIONE	6
1.4 LE PRINCIPALI CRITICITÀ EMERSE NELLA VALUTAZIONE	6
2. DESCRIZIONE DELLA SOCIETÀ' E DATI UTILIZZATI	8
2.1 COMPANY OVERVIEW	8
2.2 HIGHLIGHTS ECONOMICO-FINANZIARI	8
2.3 DOCUMENTAZIONE RACCOLTA.....	12
3. BUSINESS MODEL E MERCATO DI RIFERIMENTO	14
3.1 MISSION AZIENDALE E BUSINESS MODEL	14
3.2 STRATEGIE INTERNAZIONALIZZAZIONE E POSSIBILI SINERGIE DA INTEGRAZIONE CON ABTG.....	14
3.3 PROFESSIONAL / MENTOR.....	15
3.4 PRODOTTI E POLITICHE COMMERCIALI	15
3.5 SWOT ANALYSIS.....	16
3.5 IL MERCATO DI RIFERIMENTO	16
3.6 IL SETTORE DELLA CONSULENZA SECONDO LO STUDIO ASSOCONSULT	20
4. CRITERI METODOLOGICI	23
4.1 METODI DI VALUTAZIONE	23
4.2 L'IMPIEGO DEL METODO DI VALUTAZIONE	28
5. LA VALUTAZIONE CON IL METODO FINANZIARIO	30
5.1 CENNI GENERALI	30
5.2 L'APPLICAZIONE DEL METODO FINANZIARIO PER SBL.....	31
5.2.1 <i>Il costo medio ponderato del capitale investito (WACC)</i>	32
5.2.2 <i>La stima dell'enterprise value di SBL</i>	38
5.2.3 <i>Il valore attribuibile ai "surplus assets" e alle passività potenziali</i>	43
5.2.4 <i>Il valore attribuibile all'intero patrimonio di SBL</i>	44
5.2.5 <i>Sensitivity analysis</i>	45
6. IL METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO	47
6.1 CENNI GENERALI	47
6.2 LA SELEZIONE DELLE SOCIETÀ COMPARABILI ED IL CALCOLO DEI MULTIPLI	48
7. IL METODO EMPIRICO DELLE LISTE DI CONTATTI E CLIENTI	51
7.1 CENNI GENERALI	51

7.2 LA VALUTAZIONE DI SBL.....	52
8. CONCLUSIONI.....	54



A handwritten signature in black ink, appearing to be "P. Lovisetti".

1. NATURA DELL'INCARICO

Il sottoscritto Dott. Daniele Carlo Trivi, codice fiscale TRV DLC 55C15 Z613F, con Studio in Milano, Via Andegari n. 4, iscritto alla Sezione "A" dell'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Milano al n. 2395 ed al Registro dei Revisori Legali al n. 58766 (di seguito anche "Esperto Valutatore" o "Esperto"), con delibera consiliare del 29 novembre 2021, ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione della società **Alfio Bardolla Training Group S.p.A.** (di seguito anche "ABTG") – con sede in Milano (MI), Via Giuseppe Ripamonti n. 89, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano, Monza-Brianza e Lodi 08009280960, capitale sociale euro 12.584.525,00 di cui euro 4.569.388 versati, incarico di procedere alla redazione di una relazione asseverata di stima del valore economico della società **Smart Business Lab S.r.l.** (di seguito anche "la Società" o "SBL"), con sede in Milano, Via Giuseppe Ripamonti n. 89, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano, Monza-Brianza e Lodi 07304780963, REA MI-1949875, capitale sociale euro 10.000,00 interamente versato.

La presente valutazione, definita sulla base di criteri e metodi di valutazione condivisi dalla più accreditata dottrina professionale e dalla prassi degli operatori finanziari, è stata eseguita sulla Società nella sua interezza, stand alone.

1.1 Oggetto della valutazione

La presente relazione di stima ha per oggetto l'individuazione, la descrizione e la valutazione del capitale economico della società **Smart Business Lab S.r.l.** alla data di riferimento del 31 dicembre 2021.

Come descritto nel documento informativo del 24 maggio 2021 predisposto da **ABTG** ai sensi dell'art. 10 della Procedura Parti Correlate e dall'art. 2 del Regolamento OPC Borsa, l'operazione consiste nell'acquisto, da parte dell'emittente **ABTG**, della piena ed esclusiva proprietà della quota, libera da vincoli e rappresentante il 100% (cento per cento) del capitale sociale di **SBL** interamente posseduto da **King Holding S.r.l.**, società con sede in Capiago Intimiano (CO), Piazza IV Novembre n. 1, codice fiscale, partita IVA e numero di iscrizione al registro delle imprese di Como 03521640130.

Il corrispettivo dell'operazione è stato determinato in euro 250.000,00 (euro duecento cinquanta mila/00), quale prezzo fisso da corrispondersi in denaro. In aggiunta al prezzo fisso, l'operazione prevede che l'emittente **ABTG** corrisponda a King Holding S.r.l. nel giugno 2023 la parte variabile del

prezzo pari ad un multiplo di 5 volte l'EBITDA medio degli esercizi chiusi al 31 dicembre degli anni 2021 e 2022, da corrispondersi mediante l'emissione di azioni da parte di **ABTG** al prezzo medio di mercato degli ultimi 30 giorni antecedenti l'approvazione della delibera di aumento di capitale sociale da parte del Consiglio di Amministrazione di **ABTG**. In ogni caso la somma tra il prezzo fisso e il prezzo variabile non potrà essere inferiore ad euro 1.123.200,00 (euro un milione cento ventitremila duecento/00) e come tale l'aumento di capitale sociale sarà pari ad euro 873.200,00 (euro ottocento settanta tre mila duecento/00) pari alla differenza tra euro 1.123.200,00 meno il prezzo già corrisposto di euro 250.000,00.

Si segnala che il calcolo degli EBITDA degli esercizi 2021 e 2022 di SBL sarà effettuato da una società di revisione scelta di comune accordo tra **ABTG** e King Holding S.r.l. tra KPMG, PwC, Deloitte e EY. Il prezzo variabile sarà corrisposto da parte di **ABTG** mediante l'emissione di nuove azioni solamente all'esito del completamento di detta verifica e sulla base delle determinazioni rese dalla società di revisione incaricata.

Si segnala che la Società non risulta dotata dell'Organo di controllo in assenza del superamento dei limiti che ne rendono obbligatoria la nomina. Ciononostante, la società ha sottoposto a revisione il Bilancio di esercizio al 31/12/2018, ragione per cui si è ritenuto necessario impostare verifiche a campione di correttezza e veridicità dei dati risultanti dal Bilancio di esercizio successivo, chiusi al 31/12/2019 e al 31/12/ 2020. Inoltre, la società è stata sottoposta ad una due diligence volontaria redatta da Deloitte nel corso del 2021 con verbale rilasciato in data 16 marzo 2021.

1.2 Configurazione di valore ("*basis of value*")

Scopo della stima è la definizione del valore dell'intero patrimonio della società **SBL** ai fini di verificare che il suo valore sia almeno pari a quello attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo ed i criteri di valutazione seguiti in applicazione del disposto al primo comma dell'art 2343 del codice civile.

In particolare, si dà atto che la presente relazione di stima del valore del valore economico di **SBL** non deve essere inferiore ad euro 873.200,00 pari al valore minimo dell'aumento di capitale sociale di **ABTG** e corrispondente alla parte di prezzo minimo che dovrà essere corrisposto mediante emissioni di nuove azioni da parte di **ABTG**.

Si evidenzia che l'analisi della presente relazione di stima è basata sulle situazioni patrimoniali, economiche e finanziarie al 31 dicembre 2021 di **SBL** e come tale, all'atto di approvazione della



delibera di aumento di capitale sociale da parte del Consiglio di Amministrazione di ABTG con l'emissione di nuove azioni, il valore economico di SBL dovrà essere nuovamente soggetto a valutazione per verificare sia almeno pari a quello attribuito alla data di delibera dell'aumento di capitale sociale.

La configurazione di valore qui assunta è il **valore di mercato**, che per un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o una passività è espresso dal *«prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)»* (PIV 1.6.3).

Il valore determinato è poi oggetto di verifica e confronto con quello ad esso attribuito ai fini della determinazione del valore del capitale e dell'eventuale sovrapprezzo ed i criteri di valutazione seguiti.

1.3 Prospettiva di valutazione

Tutto ciò premesso, occorre altresì chiarire che la presente relazione di stima non può essere utilizzata per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'incarico che è stato affidato allo scrivente.

Inoltre, i risultati della presente relazione non possono essere considerati in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui scopo è quello sopra descritto.

1.4 Le principali criticità emerse nella valutazione

Le principali criticità emerse nel processo di valutazione attengono:

- a) alla messa a disposizione da parte del management della Società di un Piano economico-finanziario, come tale limitato alla parte numerica, e quindi non comprensivo di un'analisi qualitativa, discorsiva e descrittiva contenente in particolare l'enunciazione sintetica dei programmi futuri e l'indicazione delle principali *assumptions* adottate con evidenza delle probabilità di accadimento stimate; il Piano non risulta formalizzato mediante approvazione da parte dell'organo amministrativo;
- b) alla presenza di un'elevata volatilità ed incertezza delle stime previsionali fornite, che

evidenziano attese di crescita molto "sfidanti", prospettando un forte recupero del volume d'affari e della marginalità operativa dopo il biennio 2019-2021 caratterizzato in particolare dall'insorgere dell'emergenza epidemiologica Covid-19 dalla quale si sta lentamente cercando di uscire; tali aspetti, uniti ad una mancata stabilizzazione dei tassi di crescita e delle previsioni reddituali, ha influenzato l'impiego della tecnica di valutazione basata sull'attualizzazione dei flussi finanziari prospettici;

- c) all'assenza di società direttamente comparabili, salvo la stessa ABTG, sia in ambito nazionale che a livello internazionale; tale circostanza, come si avrà modo di illustrare, ha comportato alcune necessarie semplificazioni nel procedimento di valutazione, pur se con finalità di controllo, dei multipli di mercato.



A handwritten signature in black ink, appearing to be "P. Lovisatti".

2. DESCRIZIONE DELLA SOCIETA' E DATI UTILIZZATI

2.1 Company overview

La società **Smart Business Lab S.r.l.** è stata costituita in data 24/01/2011 e risulta iscritta nella sezione ordinaria del Registro Imprese dal 31/01/2011.

La Società opera nell'ambito dei servizi di consulenza nel settore del marketing e dell'organizzazione aziendale, avendo per oggetto principale le attività di *"formazione e consulenza aziendale per la piccola e media impresa in materia di organizzazione, marketing, vendite, distribuzione, risorse umane o privati in materie aziendali"*. La società si posiziona nel mercato di riferimento del segmento "digital", offrendo corsi di formazione e percorsi specialistici online (servizi di "check up" e "master"), rivolgendosi principalmente ad imprese ("B2B").

Il capitale sociale alla data di riferimento della presente relazione ammonta a complessivi euro 10.000, interamente detenuto dalla società King Holding S.r.l., con sede in Capiago Intimiano (CO), Piazza IV Novembre n. 10.

La gestione di SBL risulta attualmente affidata ad un Consiglio di Amministrazione, in carica dal 21 giugno 2021 e composto da Alfio Davide Bardolla (Presidente), Vittorio Rocchetti e Federica Parigi quali consiglieri.

L'organico aziendale si compone di 3 dipendenti, di cui 2 impiegati nell'area finance / controlling e 1 in attività di telemarketing / outbound call. Per la propria attività di formazione la società si avvale di varie figure Professional / Mentor, impegnate o nelle attività di "Delivery", con funzione di segnalare potenziali clienti, ovvero che partecipano direttamente ai servizi di "check up".

2.2 Highlights economico-finanziari

Di seguito viene riportata una riclassificazione di Stato Patrimoniale e Conto Economico di SBL nelle classi e voci più significative per il periodo 2018-2021:

SMART BUSINESS LAB S.R.L.

STATO PATRIMONIALE riclassificato

	ACTUAL	ACTUAL	ACTUAL	ACTUAL
	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Capitale investito netto operativo <i>(dati in €/000)</i>				
Crediti verso clienti	553	511	246	238
Note credito da ricevere	152	141	227	129
Altri crediti a breve termine, ratei e risconti	69	71	54	145
Attività operative correnti	774	724	527	512
(-) Debiti verso fornitori	(449)	(274)	(104)	(96)
(-) Debiti tributari e previdenziali	(184)	(64)	(5)	(6)
(-) Altri debiti a breve termine, ratei e risconti	(74)	(63)	(91)	(138)
(-) Passività operative correnti	(707)	(401)	(201)	(240)
Capitale circolante netto operativo	67	323	327	272
Software	112	115	157	164
Altri oneri immateriali	47	38	106	98
Immobilizzazioni immateriali	159	153	263	262
Impianti, macchinari ed attrezzature	4	4	4	2
Altri beni materiali / in corso / acconti				
Immobilizzazioni materiali	4	4	4	2
Finanziamenti a controllante	64	64	13	13
Altri crediti immobilizzati	39	39	19	19
Immobilizzazioni finanziarie	103	103	33	33
(-) Fondi per rischi e oneri	(180)	(244)	(259)	(133)
(-) Trattamento di fine rapporto	(17)	(8)	(10)	(7)
(-) Passività operative a m/l termine	(197)	(251)	(269)	(140)
Capitale fisso netto operativo	69	9	30	157
Totale	136	332	357	428

|||||

|||||

|||||

|||||

|||||

|||||



[Handwritten signature]

	ACTUAL	ACTUAL	ACTUAL	ACTUAL
Fonti finanziarie nette (dati in €/000)	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Debiti v/banche (esposizioni a breve)			21	
(-) Disponibilità liquide	(20)	(99)	(124)	(32)
(-) Attività finanziarie non immobilizzate				
Posizione finanziaria netta a breve	(20)	(99)	(103)	(32)
Finanziamenti e mutui bancari				30
Finanziamenti da controllanti				80
Debiti tributari progressi - IRES-IRAP		209	190	190
Posizione finanziaria netta a m/l		209	190	300
Posizione finanziaria netta	(20)	109	87	268
Capitale sociale	10	10	10	10
Riserve di utili	33	146	213	260
Utile (perdita) d'esercizio	113	67	47	(109)
Capitale netto	156	223	270	161
Totale	136	332	357	428

Si evidenzia come la posizione finanziaria netta venga rappresentata inclusiva delle passività erariali a titolo di IRES-IRAP che risultavano in essere al 31/12/2021, in quanto riferite ad anni precedenti. Tali debiti vengono quindi considerati quali passività finanziarie ai fini della presente valutazione.

|||||

|||||

|||||

|||||

|||||

|||||

|||||

|||||

|||||

|||||

|||||



SMART BUSINESS LAB S.R.L.

CONTO ECONOMICO

	ACTUAL	ACTUAL	ACTUAL	ACTUAL
Dati in €/000	2018	2019	2020	2021
<i>Variazione net sales %</i>	60,7%	-53,4%	-55,4%	-42,6%
Ricavi vendite e prestazioni	2.758	1.284	572	329
Altri ricavi e proventi operativi	8	9	210	36
Ricavi attività operativa	2.766	1.294	782	364
(-) Costi caratteristici	(1.513)	(785)	(324)	(175)
Margine lordo industriale	1.252	508	458	189
<i>% su ricavi vendite e prestazioni</i>	45,4%	39,6%	80,0%	57,5%
(-) Costi generali	(157)	(137)	(175)	(65)
(-) Costo per il personale	(558)	(201)	(34)	(59)
Margine operativo lordo (EBITDA)	538	170	249	65
<i>% su ricavi vendite e prestazioni</i>	19,5%	13,2%	43,6%	19,6%
(-) Ammortamenti, accant. e svalutazioni	(235)	(50)	(132)	(189)
Reddito operativo (EBIT)	303	120	117	(125)
<i>% su ricavi vendite e prestazioni</i>	11,0%	9,3%	20,5%	-38,0%
Risultato gestione finanziaria	(0)	(2)	(3)	(1)
Reddito ante-imposte	303	117	114	(126)
(-) Imposte sul reddito dell'esercizio	(190)	(51)	(67)	17
Risultato netto dell'esercizio	113	67	47	(109)
<i>% su ricavi vendite e prestazioni</i>	4,1%	5,2%	8,2%	-33,2%

I dati economici mettono in evidenza come il triennio 2019-2021 abbia segnato l'interruzione del trend di crescita in atto nel periodo 2015-2018 in cui la Società aveva visto incrementare sensibilmente il proprio giro d'affari, passato da euro 391k a euro 2,76 mln, con un tasso annuo di crescita composto (CAGR) del 92%.

|||||

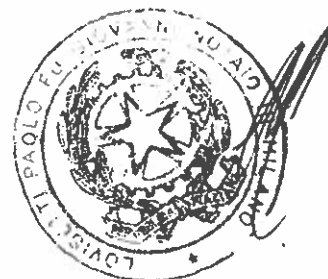
|||||

|||||

|||||

|||||

|||||



[Handwritten signature]



Fonte: M&A Project: acquisizione 2021 – ABTG (dic 2020 – gen 2021)

Dalle informazioni riportate nel documento ricevuto da ABTG “M&A Project: acquisizione 2021”, la contrazione del fatturato di SBL del periodo 2019-2020 è stata essenzialmente legata ad operazioni di riassetto e riorganizzazione aziendale e all’impatto conseguente all’emergenza epidemiologica Covid-19. L’emergenza sanitaria ha peraltro accelerato la transizione della Società verso l’offerta di un servizio testato digitale e “remotizzato”.

Quanto alla marginalità operativa, l’EBITDA si è attestato nel 2018 al 19,5% dei ricavi, scendendo al 13,2% nell’anno successivo. L’EBITDA *margin* del biennio 2020-2021, ricalcolato per sterilizzare l’impatto di componenti non ricorrenti, rispettivamente con effetto netto positivo per euro 114k e con effetto negativo per euro 12k (sopravvenienze attive e passive), è stato pari al 23,6% e al 23,4%.

2.3 Documentazione raccolta

La presente relazione di stima è riferita alla data del 31 dicembre 2021, per la quale sono stati messi a disposizione da parte della Società il rispettivo Bilancio e la situazione contabile dettagliata.

Il sottoscritto ha svolto il proprio incarico acquisendo preliminarmente informazioni e documentazione, nei limiti di quanto necessario ai fini della presente relazione, presso l’organo amministrativo ed il personale di SBL Srl.

Quanto alla documentazione impiegata nel presente lavoro, sono stati utilizzati in particolare:

- visura camerale aggiornata;
- i più recenti bilanci di esercizio, con data di chiusura rispettivamente al 31/12/2017, 31/12/2018, 31/12/2019, 31/12/2020 e 31/12/2021, unitamente alle rispettive situazioni contabili dettagliate;

- registro dei beni ammortizzabili;
- proiezioni aziendali fornite dal management per il periodo 2022-2024.

La documentazione e le informazioni/stime utilizzate per lo sviluppo dell'impianto valutativo si riferiscono quindi prevalentemente a valori riscontrabili dai bilanci e dalle situazioni contabili della società, per quanto riguarda i dati storici, ed a valori incorporati nei piani aziendali per quanto riguarda le prospettive future di SBL.

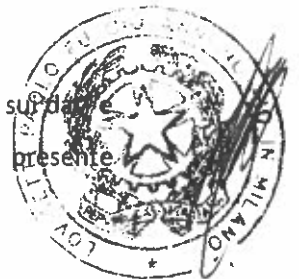
A tale riguardo, l'Esperto è stato informato dall'organo amministrativo della Società in merito a condizioni ed elementi – come ad esempio impegni, garanzie e passività potenziali – in grado di influire in modo significativo sulla rappresentazione patrimoniale della Società alla data di riferimento del 31/12/2021. In particolare, come evidenziato nella due diligence redatta da Deloitte nel corso del 2021 e richiesta su base volontaria, SBL presentava a tale data due possibili contenziosi legali, di cui uno definito con accordo nel mese di dicembre 2021, per i cui dettagli si rinvia al procedimento valutativo.

Quanto alle modalità di lavoro adottate dal sottoscritto Perito, sono state condotte verifiche generali sulle informazioni contabili ottenute, non essendo presente l'Organo di controllo in assenza del superamento dei limiti che ne rendono obbligatoria la nomina.

Con riferimento alle informazioni prospettiche, come si avrà modo di illustrare in seguito, sono state effettuate sia verifiche generali di coerenza contabile, sia di ragionevolezza delle ipotesi assunte e delle stime formulate dal management, avendo riguardo in particolare anche all'evoluzione storica.

Posto che la pianificazione costituisce un processo complesso ed analitico, il management della Società rimane comunque responsabile della veridicità dell'informazione prospettica (sia essa formalizzata in un Piano o mediante previsioni e/o stime), ivi inclusa l'identificazione delle ipotesi su cui è fondata (cfr. commento a PIV III.I.24).

Pertanto, sulla scorta delle considerazioni sopra svolte si ritiene di poter fare affidamento sulle informazioni raccolte, nei limiti e per le finalità che essi rivestono nell'ambito della presente relazione di stima.



A handwritten signature in black ink, located at the bottom right of the page.

3. BUSINESS MODEL E MERCATO DI RIFERIMENTO

3.1 Mission aziendale e business model

SBL rappresenta realtà leader in Italia nel Mentoring Imprenditoriale per le PMI, con target di fatturato tra euro 150k e euro 50 mln, principalmente gestite da giovani manager / imprenditori (mediamente tra 35 e 50 anni) con l'obiettivo di acquisire le necessarie competenze di management e leadership.

La Società si propone come mission di **automatizzare** i processi aziendali mediante l'uso di strumenti utili all'imprenditore su temi strategici, generando crescita e cambiamento nel suo stile di vita. L'offerta formativa contiene un programma completo di 40 moduli digitali organizzati per le seguenti macroaree:

- (i) **Gestione finanziaria**, finalizzata a fornire consulenza su come reperire e come controllare le risorse finanziarie, attraverso strumenti quali budget e cash flow report;
- (ii) **Leadership & management**, riguardante la definizione degli obiettivi strategici, KPI, ecc., tra cui la gestione delle risorse umane e dell'organizzazione interna;
- (iii) **Marketing**, incentrata sull'acquisizione delle competenze e tecniche per affrontare il mercato, come analizzarlo e come svilupparlo, per diventare "brand";
- (iv) **Lead generation**, consistente in azione di marketing finalizzati a generare liste di possibili clienti interessati ai prodotti o servizi offerti, mediante contatti diretti via web site e app, cui fanno seguito contatti telefonici generati dalla struttura commerciale e di marketing;
- (v) **Sales**, avente ad oggetto gli strumenti per rivolgersi al mercato in chiave commerciale, su come strutturarsi e che tipo di rete organizzare;
- (vi) **Delivery**, quale insieme di procedure e processi volti all'efficientamento aziendale.

La società punta inoltre ad ampliare la gamma dei prodotti offerti perseguendo l'obiettivo di essere partner dei clienti durante il percorso di crescita con prodotti e servizi personalizzati per la PMI.

3.2 Strategie internazionalizzazione e possibili sinergie da integrazione con ABTG

SBL ha in programma di avviare un piano di internazionalizzazione e lancio di nuovi prodotti volti a fornire un completo supporto per le PMI, per quanto nel breve e medio termine la Società abbia manifestato l'intenzione di concentrarsi ancora prevalentemente sul mercato italiano.

Dalla possibile integrazione con ABTG sono perseguibili sinergie immediate in termini di contenimento nei costi amministrativi, benefici che si concentrerebbero in capo a ABTG ed in particolare sull'area di "Lead" e quindi con possibilità di impiegare in modo più efficiente le risorse già in organico, sia nella gestione dei data base che nell'attività di telemarketing.

I "lead" sono potenziali clienti con cui sono già stati intrattenuti contatti, avendo avuto accesso a contenuti digitali riguardanti i prodotti dell'azienda, e che, come tali, sono più propensi all'acquisto rispetto a coloro che non conoscono prodotti e servizi.

3.3 Professional / Mentor

Per l'attività di consulenza e formazione alla clientela la Società si avvale della collaborazione di Mentor professional, sia in veste di "Seller", che partecipano alla fase di check up per acquisire nuova clientela, sia in ambito "Delivery", con funzione di segnalatori di contatti. I Mentor sono in genere remunerati a commissione.

In particolare, chi partecipa al corso può a sua volta chiedere di intervenire quale mentor per i corsi successivi in base alle proprie disponibilità.

3.4 Prodotti e politiche commerciali

Come precisato in precedenza, i principali servizi offerti alla clientela sono rappresentati da corsi di formazione e percorsi specialistici online.

I "check up" aziendali sono servizi offerti al Cliente in forma individuale, che si collocano in una fascia di prezzo tra 300 e 500 euro, mentre le tariffe per frequentare i master oscillano attorno a 15.000 euro circa.

Dalle informazioni ricevute, delle persone contattate in genere il 5% richiede il servizio "check up" mentre di questi solo un terzo si iscrive al corso "master".

Il management della società ha riferito che l'obiettivo è riuscire a generare contatti con circa 36.000 imprenditori. In ipotesi di raggiungimento di un simile target, sarebbe possibile stimare 1.800 adesioni al servizio check up e circa 600 iscrizioni ai corsi / master, per un fatturato potenziale di 10 milioni di euro su base annua.

Quanto alla distribuzione della clientela, dalle evidenze ottenute per l'anno 2019 – anno precedente



allo scoppio della pandemia da Covid-19 che ha pesantemente condizionato i risultati degli anni 2020 e 2021 – è emerso come l'80% del fatturato sia stato raggiunto con il 29% circa del totale dei clienti serviti, a dimostrazione di una ridotta dipendenza da clienti strategici.

3.5 SWOT Analysis

La società ha fornito l'analisi di sintesi dei punti di forza, debolezza, opportunità e minacce (cd "SWOT Analysis"), che ha individuato in particolare:

- tra i punti di forza ("**Strenghts**") la presenza di una rete di 17 Mentor, la strategia perseguita finalizzata all'automatizzazione dell'azienda, il modello di business cash positive, il veloce "payback" di eventuali investimenti su nuovi prodotti;
- tra i punti di debolezza ("**Weaknesses**") l'organizzazione e la struttura finanziaria, che potrebbero invece essere migliorati con la possibile integrazione con ABTG, il congelamento del piano di investimenti a seguito dell'emergenza Covid-19 e l'internazionalizzazione, che al momento risulta limitato per il business di SBL e considerato nel piano strategico soprattutto in ABTG;
- tra le opportunità ("**Opportunities**") l'alto potenziale di mercato (circa 136K aziende target) anche considerata l'assenza di offerta integrata B2C/B2B, oltre alle sinergie attese dalla possibile integrazione con ABTG;
- tra i rischi / minacce ("**Threats**") il trend al ribasso dei prezzi per le offerte digitali, da affrontare mediante il supporto in modalità remoto, e il trend ciclico del mercato della consulenza.

3.5 Il Mercato di riferimento

Il mercato della formazione e del e-learning presenta una forte crescita ed espansione e sempre più sta divenendo il punto di riferimento per la formazione, l'orientamento e lo sviluppo della persona e dell'organizzazione, principalmente nelle fasi che implicano una transizione da un contesto attuale ad una situazione auspicata.

→ Dalle analisi svolte da un'indagine del **SUSPI** (Scuola Universitaria Professionale della Svizzera Italiana) a potenziali clienti target è emerso come le tendenze predominanti riguardano la sempre

maggior richiesta di personale con formazione digitale ed i servizi di coaching e outplacement. La ricerca prevede che saranno sempre più forniti servizi come, ad esempio, corsi e-learning e l'implementazione dell'applicazione mirata per riuscire a raggiungere clienti geograficamente distanti e restare sempre a contatto con i propri clienti. Un ulteriore aspetto rilevante emerso dalle analisi è quello di puntare a differenziare quanto più possibile gli ambiti riguardanti i servizi di formazione, outplacement e coaching in modo da poter colpire tutte le realtà aziendali nel rispetto delle loro esigenze specifiche, facendo emergere l'importanza di fornire servizi personalizzati affinché qualsiasi persona e/o azienda che si rivolga al committente non si senta omologata alle altre, bensì se sente accolta ed ascoltata con particolare attenzione alle sue esigenze specifiche.

→ Seconda la *Harvard Business Review*, nel contesto competitivo attuale, che si avvia verso un post pandemia, vede sempre più spesso le imprese riorganizzarsi, fondersi, rinnovarsi e aprirsi a nuovi settori, per scelta strategica o più semplicemente per autodifesa e sopravvivenza. La formazione continua delle persone in un ambiente sempre più volatile, incerto, complesso e ambiguo è diventata necessaria, non più solo consigliabile, perché il mondo è cambiato, le sfide variano quotidianamente, e le competenze necessarie sono sempre diverse, nuove e trasversali. Per un'azienda la differenza tra sopravvivere e sparire la fa la specializzazione delle proprie persone, la prontezza a ricoprire ruoli diversi. Gli imprenditori investono sempre più su sé stessi e sui propri dipendenti nella formazione continua, sull'aggiornamento professionale e tecnologico rispetto a chi si dedica esclusivamente alle attività del momento, sicuramente importanti nel business ordinario, ma che non bastano più per crescere. Solo una squadra aggiornata, agile, trasversale può garantire alle aziende un adeguamento veloce ai cambiamenti del mercato e un'apertura all'innovazione e investire nella formazione non è un costo ma un investimento.

Sul fronte delle singole persone, di ognuno di noi, la formazione va strutturata in modo modulare, non più come singolo percorso formativo (un master) ma come una somma di competenze acquisite in varie modalità (on line, in presenza, al lavoro, da un coach) e in vari momenti: deve diventare un costante nel percorso di carriera di ogni persona.

Stiamo assistendo a un processo di democratizzazione della formazione. Nessuno ha più scuse per rimanere indietro, per non aggiornarsi. La formazione digitale, sicuramente agevolata dalla pandemia, oggi offre a chiunque un'opportunità di incrementare il bagaglio delle proprie competenze.

→ Dal rapporto *Skills Outlook 2021 dell'OCSE* emerge che la formazione continua è

indispensabile per abilitare gli individui ad apprendere le competenze necessarie ad affrontare i cambiamenti economici, lavorativi, climatici e demografici che stanno trasformando le società. Le professioni non sono un insieme statico e immutabile ma, al contrario, il mercato in cui sono inserite è estremamente mutevole e si deve adattare costantemente alle richieste delle imprese che, nel tentativo di competere in settori sempre più globalizzati, cercano nuove competenze e professionalità capaci di raggiungere gli obiettivi desiderati.

Un dibattito che è antecedente la pandemia: già da un decennio, sottolinea il rapporto, la formazione continua viene considerata essenziale per navigare in un mondo del lavoro in rapido cambiamento, scosso dalla globalizzazione, dall'allungamento delle aspettative di vita, dai cambiamenti tecnologici, ambientali e demografici. Tuttavia, la pandemia e la crisi che ha generato hanno ulteriormente accelerato queste tendenze, stravolgendo equilibri socioeconomici e modificando le competenze richieste ai lavoratori, mentre le skill apprese nel contesto dell'istruzione formale o di un lavoro diventano obsolete più rapidamente.

Sfide che, da un lato, aprono nuove opportunità lavorative, ma che dall'altro hanno modificato il set di skill indispensabili per operare, come le capacità cognitive necessarie per svolgere mansioni non ripetitive e competenze interpersonali e trasversali. A queste si aggiungono le competenze cognitive, come quelle analitiche, di risoluzione dei problemi, digitali, di leadership e di presentazione, che sono altamente trasversali tra le occupazioni e i contesti di lavoro.

Mentre la pandemia ha aumentato l'importanza di costruire set di competenze che rafforzino la resilienza degli individui al cambiamento, il rapporto mostra che l'influenza di queste competenze sulla competitività del mercato varia a seconda di come si combinano con altre competenze e con le mansioni/professioni svolte. Al di là di queste variabili, sottolinea il rapporto, emerge che una visione della vita basata su tre momenti definiti (formazione scolastica, lavoro e pensionamento) non ha più senso, alla luce di questo contesto in così rapida evoluzione. *“Se le competenze sono definite come la capacità di eseguire un complesso e ben organizzato di pensiero (nel caso delle abilità cognitive) o di comportamento (nel caso delle abilità comportamentali) per raggiungere obiettivi specifici, allora obiettivi che cambiano e contesti che cambiano richiedono agli individui di acquisire nuove competenze o di adattare quelle che hanno sviluppato in passato”.*

→ Secondo il rapporto **Global Market Insights**, il solo mercato mondiale dell'eLearning ha superato i 200 miliardi di dollari nel 2019 e, secondo il rapporto, crescerà di oltre l'8% annuo (CAGR) tra il 2020 e il 2026 per raggiungere i 457,8 miliardi di USD nel 2026 (crescita del 10,3% secondo fonte Industria eLearning).

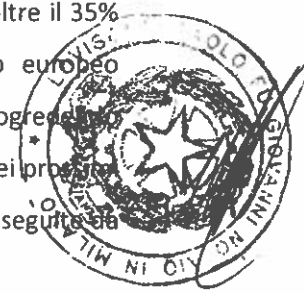
Negli ultimi anni, l'avvento di nuove tecnologie (come l'intelligenza artificiale o il cloud computing) e la diffusione di Internet nel mondo hanno contribuito significativamente alla crescita dell'eLearning. Le statistiche evidenziano che le entrate del settore, dal 2000 ad oggi, sono cresciute di oltre il 900% (Brandon Hall Group Research) e questa tendenza non mostra affatto segni di rallentamento. Oggi, la pandemia di coronavirus ha infatti ulteriormente accelerato la domanda di soluzioni eLearning da parte di utenti e aziende di tutto il mondo.

In particolare, entro il 2026 si prevede una crescita dell'11% dell'uso dell'aula virtuale, la modalità didattica sincrona e collaborativa che consente la partecipazione attiva degli studenti, creando un ambiente simile ad una classe fisica.

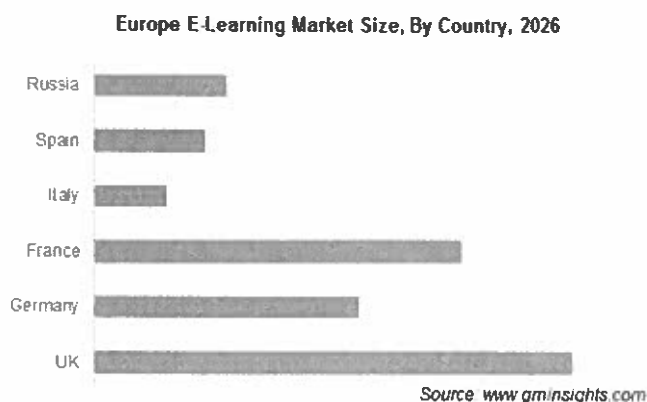
Gli **Stati Uniti** rappresentano il leader mondiale nel settore della formazione online. Il valore del mercato americano dell'eLearning (inclusi i salari e le spese per prodotti e servizi esterni) ha raggiunto gli 83 miliardi di dollari nel 2019. Nello stesso anno, solo il 9,7% delle aziende statunitensi ha dichiarato di non utilizzare sistemi di formazione online. A prediligere l'eLearning sono soprattutto le medie e grandi imprese: il 90% di esse ha utilizzato un LMS nel 2019, contro il 71% delle piccole imprese.

L'**Asia** rappresenta per l'eLearning un mercato estremamente dinamico: l'istruzione online nella sola India è pronta a crescere di 14,33 miliardi di dollari durante il periodo 2020-2024, avanzando a un CAGR del 21% durante il periodo di previsione. Il boom asiatico dell'eLearning è infatti sostenuto da molti governi locali che negli ultimi anni hanno approvato leggi che hanno accelerato l'adozione della formazione online nell'istruzione superiore. Inoltre, in un contesto come quello asiatico carente di infrastrutture, l'eLearning rappresenta un'ottima opportunità per aprire le porte dell'istruzione a un numero sempre più ampio di studenti e lavoratori.

L'**Europa** è un mercato molto dinamico per l'eLearning, soprattutto per la presenza di un alto numero di fornitori di soluzioni formative a distanza. Nel 2019, l'Europa ha infatti dominato con oltre il 35% della quota di entrate del mercato eLearning e, secondo le previsioni, il mercato europeo dell'eLearning è destinato a crescere di 24,23 miliardi di dollari nel periodo 2020-2024, progredendo a un CAGR del 12%. Secondo le statistiche, a guidare la crescita dell'eLearning in Europa nei prossimi sei anni saranno principalmente le economie avanzate (Regno Unito, Francia e Germania), seguita da Spagna e Italia.



A handwritten signature in black ink, consisting of stylized letters and a long horizontal stroke.



Attualmente, il mercato dell'eLearning in Africa ha un valore di 792 milioni di dollari, una minima parte rispetto ai 200 miliardi nel mondo. Anche qui, tuttavia, quello dell'eLearning è un settore in crescita che, secondo un rapporto di Imarc Group, arriverà a 1,8 miliardi di dollari entro il 2024. A trainare il mercato è il Sudafrica, che da solo costituisce un quarto del mercato africano dell'eLearning; seguono Marocco, Nigeria, Tunisia e Kenya. I settori in cui l'eLearning è più usato sono scuole e università.

→ Anche secondo il rapporto **Richard Addington** su tecnica e formazione professionale, *il mercato globale della tecnica e formazione qualificata e professionale è previsto salire ad un ritmo considerevole durante il periodo di previsione 2021-2025 quale conseguenza della ricerca in costante aumento di personale qualificato e preparato.*

Nel mercato italiano il settore della formazione professionale in genere è un mercato che presenta un trend di crescita di circa l'8% nel quinquennio 2015-2019. Si prevede che tali valori possano ulteriormente crescere con percentuali che possono variare tra un 10% ed un 13% nei prossimi anni. Lo Studio ritiene non siano immaginabili crescite superiori al 13%. *"Ciò in quanto la crescita va accompagnata anche con una crescita di personale e formatori competenti e preparati che non è immaginabile trovare sul mercato dato proprio la forte tensione che si creerà nel settore cause la preventivata crescita dell'industry."*

3.6 Il settore della consulenza secondo lo studio Assoconsult

Per inquadrare l'andamento del settore della consulenza in ambito nazionale è possibile fare riferimento agli studi condotti da Assoconsult, associazione di categoria aderente a Confindustria che rappresenta le imprese di Consulenza di Management e di Ricerca e Selezione del personale in Italia.

Nel 12° Rapporto Assoconsult, relativo al periodo 2020-2021, il perimetro di analisi si è basato sulle aree di specializzazione "Strategia, Corporate Finance e Assistenza all'Internazionalizzazione", "Marketing e vendite", "Amministrazione e controllo", "Risk management e compliance", "Organizzazione e Risorse Umane", "Formazione", "IT consulting" ed "Operations e operational improvement". Assoconsult precisa come la definizione di tale settore sia risultata operazione complessa, a fronte di un mercato molto dinamico ed in continua evoluzione, spesso in sovrapposizione con altre aree di attività nell'ambito dei servizi alle imprese.

Le previsioni per la chiusura del 2021 sono state basate su stime effettuate da Assoconsult nel mese di ottobre 2021.

Il settore del Management Consulting in Italia è composto da circa 24.000 imprese, per un fatturato di circa 4,6 miliardi di euro (anno 2020), che impiegano oltre 48.000 addetti.

Secondo il Rapporto 2020-2021 di Assoconsult, il settore è caratterizzato da una moltitudine di micro aziende e poche grandi imprese di consulenza, con un livello di concentrazione in continuo aumento:

- le micro società, che occupano meno di 3 addetti, sono quasi 21.000 e nel complesso realizzano poco meno del 16% del fatturato del settore, con un peso in continuo calo (30% nel 2010);
- le piccole società di consulenza, tra 3 e 9 addetti, sono oltre 2.700 e realizzano poco meno del 12% del fatturato (16% nel 2010);
- le medie imprese, tra 10 e 49 addetti, sono 460 e realizzano oltre il 12% del fatturato del settore (14% nel 2010);
- le grandi società, con più di 50 addetti, sono 35, realizzando circa il 60% del fatturato del settore, con un peso in forte crescita (41% nel 2010).

Dal 2010 al 2013 il settore ha vissuto una fase di crisi/turbolenza, con crescita esigua del fatturato (tasso medio annuo dell'1%), seguita da una fase di ripresa tra il 2014 e il 2016, con fatturato cresciuto ad un tasso medio annuo del 6,9%. Dal 2017 al 2019 si è assistito ad una fase di accelerazione, con il fatturato cresciuto ad un tasso medio annuo dell'8,1%.

L'impatto della crisi del 2020 e la ripresa in corso nel 2021 hanno comunque determinato una crescita netta del fatturato pari al 3,9%.

Il fatturato per professional costituisce uno tra i caratteristici indicatori di produttività del settore di riferimento, ed è risultato nel 2020 pari a circa 111 mila euro annui, in calo del 3,4% rispetto all'anno



precedente. Rimane peraltro estremamente grande il divario tra le micro società di consulenza, in cui il fatturato per professional si attesta in media poco sopra i 60 mila euro, e le grandi società di consulenza, che superano 160 mila euro, oltre il doppio. Le piccole società presentano valori comparabili a quelli delle micro (70 mila rispetto a 60 mila), mentre le medie società di consulenza si trovano in una situazione intermedia (circa 115 mila euro).

Il trend di sviluppo del fatturato nel periodo 2010-2021 ha evidenziato come siano state le grandi società di consulenza a trainare la ripresa e come le micro imprese abbiano invece affrontato un lungo periodo di crisi.

A livello settoriale, il Rapporto di Assoconsult evidenzia come l'area delle Risorse Umane e Change Management e quella strettamente legata alla Formazione, registrano un calo a livello di quote di mercato: Risorse Umane e Change Management dal 7,9% al 7,7%, Formazione dal 4,6% al 4,1%, mentre l'area Marketing dal 6,6% al 6,1%.

Quanto all'andamento dei primi nove mesi del 2021, si registra una forte accelerazione nei tassi di crescita con il valore dei servizi di consulenza aumentato ad un tasso crescente, stabilizzandosi tra il 9% e il 10% rispetto al 2020, inevitabilmente condizionato dall'emergenza sanitaria, sostanzialmente in linea con l'aumento di fatturato dell'8,5% previsto nell'intero 2021.

Quanto all'evoluzione futura, nel Rapporto si evidenzia come grazie anche alla digitalizzazione sarà possibile sviluppare nuovi modelli di servizio, ripensando il consolidamento delle aziende tramite la tecnologia, il prodotto, il contatto con il cliente e il lavoro stesso. È destinato inoltre a cambiare il modello di lavoro e l'interazione persona ed azienda e con implicazioni di ogni natura, partendo dall'uso dello spazio in ufficio e nei siti produttivi e commerciali, dal modello di servizio e prestazione, dalle tecnologie richieste e da come si interagirà dentro e fuori le aziende.

Le previsioni per il 2022 vedono il fatturato del settore in crescita del 9,7%, trainato dalle grandi società di consulenza con attese di incremento del 10,5%, mentre le società di medio-piccola dimensione dell'8,6%. Tale crescita nel fatturato nel 2022 si prevede sarà legata in particolare all'impatto diretto del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR).

4. CRITERI METODOLOGICI

4.1 Metodi di valutazione

Prima di sviluppare i contenuti operativi della presente relazione, merita di essere segnalato come la teoria e la dottrina aziendale considerino l'applicazione di diverse metodologie di stima del valore di un'impresa, fra le quali si descrivono di seguito i tratti essenziali di quelle più diffuse nella prassi professionale.

Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali consentono di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la riespressione a valori correnti dei cespiti e di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale. Generalmente, il valore dell'azienda (W) viene fatto corrispondere al valore del patrimonio netto rettificato (K), in base alla seguente formula

$$W = K$$

Tale metodo ha il pregio di consentire una stima del patrimonio aziendale oggettiva e riscontrabile e si caratterizza per una valutazione:

- analitica, in quanto effettuata distintamente per ciascun elemento del patrimonio;
- a valori correnti, in quanto fondata sui prezzi di mercato del momento;
- di sostituzione, perché l'ipotesi di base è quella del riacquisto (o della riproduzione) per gli elementi attivi e della rinegoziazione per quelli passivi.

Nell'ambito dei metodi di valutazione patrimoniali si suole distinguere tra *metodi patrimoniali semplici* e *metodi patrimoniali complessi*, con la differenza che nei secondi sono considerati ai fini della valutazione i beni immateriali non contabilizzati aventi un valore di mercato ed in grado di esprimere il valore dell'avviamento associato all'azienda.

Metodi reddituali

I metodi reddituali fondano il proprio presupposto sulla capacità dell'azienda di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro, con il principale limite di escludere l'assetto patrimoniale dell'azienda e prestandosi in modo particolare ad essere impiegati nei casi di aziende (o rami di aziende) pressoché prive di struttura.

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



mentre per quanto riguarda l'orizzonte temporale di riferimento, entro il quale si stima che l'azienda sia in grado di produrre reddito, generalmente si ricorre assumendo una durata indefinita. In questo caso, il valore dell'azienda (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla formula che segue:

$$W = R / i$$

Il reddito (R) rilevante ai fini dell'applicazione del metodo in questione si caratterizza per essere un dato:

- prospettico, idoneo a riflettere le condizioni di redditività attesa dell'azienda;
- medio, a motivo del fatto che l'impresa è stabilmente in grado di produrre e di replicare la propria redditività in futuro;
- normalizzato, ossia depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque estranee alla gestione, e in ogni caso determinato sulla base di soluzioni razionali e comunemente accettate dal punto di vista tecnico. Ciò comporta che nella configurazione del reddito (R) debba 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 tasso di attualizzazione utilizzato (i) incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto per attività prive di rischio), ed altresì l'adeguata remunerazione del rischio sopportato.

Metodo misto patrimoniale e reddituale con stima autonoma dell'avviamento

I metodi misti di valutazione vengono utilizzati di frequente per la loro peculiarità di considerare nel processo valutativo tanto le prospettive di reddito dell'azienda, quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale. Tali metodi ricercano infatti l'equilibrio tra le esigenze di obiettività e verificabilità proprie della sostanza patrimoniale e quelle di razionalità espresse dall'apprezzamento delle attese di flussi reddituali e dei relativi rischi.

Il metodo misto patrimoniale-reddituale più diffusamente utilizzato si fonda sulla stima autonoma della componente avviamento (goodwill), inteso come l'attitudine di un complesso aziendale di generare utili in misura superiore a quella ordinaria. Ciò può derivare sia da fattori specifici, sia da incrementi di valore che il complesso dei beni aziendali acquisisce rispetto alla somma dei valori dei singoli beni, in virtù della loro organizzazione in un sistema efficiente ed idoneo a produrre utili. In

particolare, la componente avviamento viene stimata mediante ricorso al metodo della capitalizzazione limitata del sovrareddito, in cui viene impiegata la seguente formula:

$$W = K + a - n; i' (R - i K)$$

K = valore patrimoniale (patrimonio netto rettificato);

i = tasso di rendimento normale rispetto al tipo di investimento considerato;

R = reddito medio normalizzato prospettico;

n = numero di anni per i quali viene stimato il sovrareddito;

i' = tasso di attualizzazione.

Tale 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.

Un altro metodo che attua una mediazione tra i criteri patrimoniali e reddituali e che consente nel processo valutativo di considerare tanto le prospettive di reddito dell'azienda quanto la sua effettiva consistenza patrimoniale, consiste nella media aritmetica del capitale netto rettificato (K) e del valore della rendita perpetua (R / i), come da formula seguente:

$$W = (K + R / i) / 2$$

Metodi finanziari

I metodi finanziari sono usualmente apprezzati quali migliori strumenti di valutazione aziendale in quanto fondano la stima del capitale economico della realtà in osservazione in funzione direttamente dei flussi di cassa che l'impresa sarà in grado di conseguire negli anni a venire per soddisfare principalmente le attese di soci e creditori. Nella loro impostazione concettuale appaiono quindi i più razionali ed immediati e per questo spesso vengono considerati preferibili a quelli reddituali, dei quali peraltro condividono la logica generale di associare il valore aziendale ad un processo di attualizzazione di flussi di risultato.



[Handwritten signature]

Nell'ambito della metodologia finanziaria, trova particolare diffusione l'utilizzo del modello di valutazione conosciuto sotto l'espressione di Discounted Cash Flow (abbreviato in DCF), accreditato dalle più moderne teorie aziendali e dalla dottrina prevalente. In prima approssimazione, il valore del capitale economico secondo tale metodologia è espresso dal valore attuale dei flussi di cassa operativi netti che l'impresa sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un appropriato tasso di attualizzazione. Tale logica applicativa prevede la determinazione del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi per un periodo di previsione esplicito (generalmente compreso tra 3 e 5 anni) al quale aggiungere il valore finale corrispondente all'attualizzazione dei flussi successivi al periodo di previsione analitica.

Metodi dei multipli di mercato

Tali metodi, di natura essenzialmente empirica, appartengono alla categoria dei metodi diretti, in quanto, diversamente dalle tecniche di valutazione tradizionali, il valore di un'azienda non viene stimato sulla base di formule matematiche costruite su basi razionali, bensì dalla diretta osservazione di parametri di mercato, ossia di prezzi pattuiti in occasione di negoziazioni borsistiche e di quote di controllo (o comunque di rilievo) dei capitali d'impresa, secondo tecniche più o meno elaborate. Con l'impiego di tali metodi vengono infatti espressi i probabili prezzi di negoziazione (vendita od acquisto) per una data impresa, con riferimento ad esperienze omogenee e paragonabili, oppure i prezzi ragionevolmente raggiungibili a certe epoche future (prezzi target).

La metodologia dei multipli di mercato applicata all'azienda non quotata prevede generalmente la stima del valore del suo capitale economico facendo ricorso all'elaborazione dei valori economici di un insieme di aziende quotate che presentano tratti simili alla prima, per caratteristiche qualitative e quantitative. Nella difficoltà di riscontrare società omogenee sotto ogni profilo si procede normalmente individuando gli elementi più significativi per la formazione del paniere di confronto, selezionando le aziende comparabili in relazione agli attributi prescelti.

Dal punto di vista operativo, tale metodo si basa sulla determinazione di alcuni rapporti tra il prezzo di quotazione delle azioni di società e aziende simili ed alcune loro grandezze economiche rilevanti, generalmente di natura reddituale (es. EBITDA, EBIT, utile netto, ecc.), da applicare alla medesima grandezza relativa all'azienda da valutare (società obiettivo o target).

Metodi della valorizzazione empirica dei database contatti

Ogni azienda operante nel settore dell'e-commerce, per incrementare il numero dei propri clienti

deve poter generare un sistema volto da un lato ad individuare i potenziali clienti (prospect) e dall'altro far conoscere l'azienda sul mercato al fine di acquisire nel tempo una lista di persone contattabili (contacts). Da questa attività di marketing un'impresa si generano i cosiddetti "lead" ovvero dei potenziali clienti e quindi un'opportunità di vendita. Non è più un generico utente-consumatore, bensì una persona che ha già manifestato interesse per un marchio, un prodotto, un servizio o quanto meno per un dato argomento. Quell'interesse lo ha spinto a fornire alcuni dati di contatto e/o dati personali in cambio di qualcosa (un e-book, un white paper, un video tutorial, un webinar o altro ancora). A prescindere dalla forma, è importante che l'utente riconosca un valore in quel contenuto e, dunque, sia disposto a comunicare alcuni dati personali attraverso una procedura di registrazione. Le voci del form da compilare possono variare, includendo sicuramente almeno nome, cognome e indirizzo e-mail e in aggiunta altre informazioni (nome dell'azienda, ruolo lavorativo, ecc.), a seconda delle esigenze di profilazione.

Dal punto di vista del marketing, il "lead" è preziosissimo perché non è uno sconosciuto per l'azienda, né l'azienda lo è per lui. Non è un generico contatto che entra nel database, bensì un individuo potenzialmente interessato, abbastanza da accettare di fornire alcuni dati in cambio di un contenuto. In un successivo contatto, quell'utente non cadrà dalle nuvole ma presumibilmente ricorderà di aver ricevuto qualcosa in cambio.

Quindi i lead sono potenziali clienti che, essendo già entrati in contatto con un venditore o avendo già letto dei contenuti digitali riguardanti i prodotti che vendi, sono più propensi all'acquisto rispetto ad una persona che non conosce il tuo prodotto/servizio.

Pertanto, il lead è un contatto con un grado di interesse al tuo prodotto direttamente proporzionale alla natura dell'azione che ha appena compiuto sul tuo sito. Il lead non è detto che sia un potenziale cliente. Spetta al "lead scoring" e al "lead nurturing" trasformare un lead in lead qualificato, ovvero pronto per ricevere l'approccio di un venditore o una comunicazione molto orientata alla vendita.

Secondo Lee Resource Inc., ad una società costa 5 volte di più attirare nuovi clienti che mantenere un cliente esistente. Per rimanere competitive e redditizie, le aziende devono fare qualcosa di più che generare semplicemente contatti; devono trovare lead di qualità e allo stesso tempo ridurre i costi associati a ciascuno di questo contatto.

Per questi motivi si è creato un mercato di data base di potenziali clienti che, suddivisi per settore, hanno acquisito valore in quanto riducono i costi e soprattutto i tempi necessari per acquisire i nominativi.



Ciò premesso le liste di lead hanno un valore commerciale ed economico che variano se il contatto è un lead ovvero siano solo dei contatti. I valori dei lead cambiano in funzione del settore merceologico di appartenenza.

4.2 L'impiego del metodo di valutazione

Come suggerito dalla prassi professionale prevalente, la procedura di stima viene sovente condotta impiegando contestualmente differenti metodi di valutazione, soluzione che ha il pregio di limitare i margini di incertezza insiti nella pratica valutativa permettendo di circoscrivere il range di valori all'interno del quale individuare il più attendibile risultato da associare alla realtà oggetto di investigazione.

In tale prospettiva, la verifica di coerenza dei processi di valutazione può essere perseguita scegliendo uno o più metodi principali ai quali affiancare l'utilizzo di uno o più altri metodi, anche con funzione di controllo, soluzione di frequente adozione nella prassi.

I metodi di valutazione scelti ed impiegati ai fini del presente lavoro sono i seguenti:

1. **metodo finanziario:** tra i più utilizzati a livello internazionale, con tale metodo il valore di un'impresa è funzione diretta del valore attualizzato dei flussi di cassa netti che si prevede sarà in grado di generare in futuro dalla propria attività caratteristica, al netto degli investimenti che saranno necessari alla generazione di tali flussi. Tale metodo appare particolarmente idoneo nel caso di specie, a fronte di prospettive future della Società di sostanziale discontinuità con le risultanze degli anni precedenti, che conducono ad escludere il ricorso a metodologie valutative di matrice tradizionale, di tipo reddituale o misto, assai più influenzate dalle dinamiche storiche;
2. **metodo dei multipli di mercato:** si tratta di un metodo di natura empirica tipicamente utilizzato come metodo "di controllo", ossia destinato a confermare la bontà e la coerenza delle valutazioni condotte con l'impiego di altre metodologie mediante l'analisi dei prezzi probabili di aziende giudicate comparabili;
3. **metodo empirico dei database contatti:** tale metodo si basa sulla valorizzazione commerciale delle liste di "lead" e contatti, che nel settore della formazione hanno un valore di mercato.

Il metodo finanziario e il metodo dei multipli di mercato sono stati direttamente utilizzati per

impiegarne i risultati ai fini della valutazione, ponderandoli in pari misura (50%-50%), mentre il metodo empirico è stato utilizzato con finalità di controllo dei due precedenti.

Per la presente valutazione sono stati utilizzati, senza prestarne formale adesione, alcuni riferimenti ai Principi Italiani di Valutazione (PIV) – emanati dall’Organismo Italiano di Valutazione (OIV) – che definiscono le linee guida utili a garantire agli utilizzatori finali l’affidabilità delle valutazioni.



5. LA VALUTAZIONE CON IL METODO FINANZIARIO

5.1 Cenni generali

I metodi finanziari, di frequente adozione nell'economia anglosassone, sono apprezzati dagli analisti finanziari e dalle banche d'affari quali migliori strumenti di valutazione aziendale, in quanto fondano la stima del capitale economico della realtà in osservazione in funzione direttamente dei flussi di cassa che l'impresa sarà in grado di conseguire negli anni a venire per soddisfare principalmente le attese di soci (o azionisti) e creditori. Nella loro impostazione concettuale appaiono quindi i più razionali ed immediati e per questo spesso vengono considerati preferibili a quelli reddituali, dei quali peraltro condividono la logica generale di associare il valore aziendale ad un processo di attualizzazione di flussi di risultato.

Nell'ambito di tale metodologia finanziaria, trova particolare diffusione l'utilizzo del modello di valutazione conosciuto sotto l'espressione di *Discounted Cash Flow* (abbreviato in DCF), di cui la dottrina prevalente conosce due distinte applicazioni:

- a) versione "*levered*": il processo di attualizzazione dei flussi finanziari conduce all'individuazione del valore del capitale proprio, come tale di sola pertinenza dei portatori del capitale di rischio (soci / azionisti) ed intesa come remunerazione attesa dagli investitori "diretti";
- b) versione "*unlevered*": il processo di attualizzazione dei flussi finanziari conduce all'individuazione del valore dell'intero capitale investito, ossia di una grandezza riferibile a tutti i soggetti che investono nell'impresa, compresi i terzi finanziatori.

Le due distinte formulazioni, adottabili in funzione dei diversi obiettivi ai quali il procedimento di valutazione è indirizzato, determinano diversi risultati a motivo della differenza tra i flussi di cassa impiegati (compreso il valore finale). Mentre nella versione *levered* (per l'azionista) trattasi di un flusso netto di cassa (*Free Cash Flow to Equity*), condizionato pertanto anche dalle variazioni di liquidità rilevate negli stock di capitale proprio e nell'indebitamento finanziario netto, nella versione *unlevered* (per l'impresa) viene impiegato un flusso di cassa al lordo degli oneri finanziari e dei flussi di liquidità conseguenti alle variazioni del capitale proprio e dell'indebitamento finanziario (*Free Cash Flow from Operations*). In coerenza con la diversità dei flussi utilizzati, differenti sono anche i tassi di attualizzazione: il costo medio prospettico del solo capitale proprio nella logica *levered* ed il costo medio ponderato del capitale investito (*Weighted Average Cost of Capital*, abbreviato in WACC) per la versione *unlevered*.

5.2 L'applicazione del metodo finanziario per SBL

Nel caso della società SBL Srl, si è ritenuto di adottare il modello "Unlevered Discounted Cash Flow", a cui fa sovente ricorso la dottrina prevalente, che consente di determinare innanzitutto il valore "asset side" dell'impresa (c.d. "enterprise value"), ossia il valore ottenuto attualizzando i flussi di cassa operativi netti mediante impiego di un tasso corrispondente al costo medio ponderato del capitale investito ("WACC").

La formula utilizzata è la seguente, che conduce alla stima dell'enterprise value, ossia il valore corrente del capitale investito netto:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+WACC)^t} + TV$$

in cui:

- FCFO_t**: flusso di cassa *unlevered* (per l'impresa) atteso in ciascun esercizio di pianificazione esplicita;
- WACC**: costo medio ponderato del capitale investito;
- TV**: valore attualizzato del valore residuo dopo il periodo di pianificazione esplicita;
- n**: numero anni di pianificazione esplicita.

Il valore dell'intero patrimonio della società viene quindi determinato decurtando dal valore aziendale ottenuto secondo il procedimento precedente ("enterprise value") l'importo della **posizione finanziaria netta**, intesa come l'ammontare delle passività finanziarie ridotto delle disponibilità liquide e delle attività finanziarie prontamente liquidabili, ed al contempo poi sommando il valore riconducibile ai cd "surplus assets", ossia assets che non sono strumentali ("non core business") rispetto all'attività tipica o che comunque non sono considerati nelle proiezioni dei flussi di cassa.

Ciò posto, il procedimento di calcolo si articola in sintesi nelle seguenti fasi:

1. stima del tasso di attualizzazione dei flussi operativi netti attesi (WACC): tale tasso viene determinato con impiego di una componente *free risk*, ossia il tasso di rendimento offerto da un investimento liquido a rischio sostanzialmente nullo, unitamente ad una componente espressiva della maggiore remunerazione richiesta dal mercato per impieghi caratterizzati da un profilo di rischio assimilabile a quello dei flussi operativi netti dell'azienda considerata;



2. stima ed attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti attesi nell'orizzonte temporale di riferimento considerato: tali flussi sono costituiti dai flussi di cassa prospettici della gestione corrente a cui vanno sottratti quelli relativi alla gestione degli investimenti ed alla variazione del capitale fisso (fondo TFR, fondi rischi ed oneri, ecc.) e a cui va sottratto l'onere fiscale teorico, inteso come l'onere fiscale che graverebbe sull'azienda qualora si finanziasse esclusivamente con mezzi propri;
3. stima ed attualizzazione del valore residuo (c.d. "terminal value") attribuibile all'impresa al termine del periodo di pianificazione esplicita: tale valore viene stimato, in ipotesi di continuità aziendale, con riferimento ad un orizzonte temporale non limitato e stimando il flusso di cassa operativo prospettico in funzione della presumibile capacità dell'azienda di mantenere la propria presenza sul mercato nel lungo periodo;
4. stima del valore di mercato dei cd "surplus assets", ossia attività estranee rispetto all'attività caratteristica o comunque non considerate nelle proiezioni dei flussi di cassa operativi.

5.2.1 Il costo medio ponderato del capitale investito (WACC)

Il tasso assunto per l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale investito (WACC, acronimo di "Weighted Average Cost of Capital"), che riflette il rischio specifico dell'azienda, sia di carattere operativo, sia connesso alla sua struttura finanziaria. Esso viene inteso come il costo che l'azienda deve sostenere per reperire risorse finanziarie sia presso soci che terzi finanziatori.

Ai fini della determinazione del costo medio ponderato del capitale, dovrebbe essere assunta la struttura finanziaria prospetticamente sostenibile, sempreché la sua determinazione sia attendibile. Qualora fosse infatti destinata a variare in misura rilevante per effetto di scelte programmate, sarebbe necessario rifletterne adeguatamente l'effetto.

Il WACC viene espresso in base alla seguente formula:

$$WACC = K_E \frac{E}{E+D} + K_D(1-t_c) \frac{D}{E+D}$$

in cui:

K_E costo opportunità del capitale proprio;

- K_D costo del capitale di debito;
- t_c effetto fiscale connesso alla deducibilità degli oneri finanziari ("scudo fiscale");
- $D / (E+D)$ rapporto di indebitamento ottimale / "target".

In assenza di una stima attendibile del rapporto di indebitamento ottimale, è frequente nella pratica l'impiego dei parametri della singola società:

- E valore del capitale proprio (*equity*);
- D valore di mercato della posizione finanziaria netta.

La stima del costo del capitale proprio (K_e)

La via universalmente più utilizzata per la determinazione del costo del capitale fa ricorso al *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), modello valutativo uni-periodale che sintetizza la relazione intercorrente fra rendimento atteso e premio per il rischio con la seguente equazione:

$$i = R_f + (R_m - R_f)\beta + A_{rp}$$

in cui:

- R_f tasso di rendimento degli investimenti privi di rischio;
- $R_m - R_f$ premio per il rischio del mercato azionario (*risk premium*);
- β rischio sistematico dell'investimento considerato;
- A_{rp} premio per il rischio addizionale per le società non quotate e di minore dimensione.

Per la stima di R_f è possibile fare riferimento al rendimento dei titoli di Stato con scadenza decennale. Tale componente è stata quindi ottenuta come media dei rendimenti lordi dei BTP rilevati negli ultimi mesi dell'anno 2021. La media aritmetica di tali rendimenti è risultata pari allo 0,83%.

Il tasso *risk free* deve essere coerente con la natura dei flussi oggetto di attualizzazione, per cui i flussi prospettici nominali vanno ricondotti a flussi reali. Il rendimento medio come sopra ottenuto viene quindi adeguato al fine di esprimere il tasso *risk free* reale, a tal fine ritenendo di considerare l'inflazione media programmata dal Governo italiano. Il tasso di inflazione programmato per l'anno 2022 risulta stimato pari al 1,5%, come risultante dalla "Nota di aggiornamento del Documento di Economia e Finanza 2021" (ottobre 2021).



Handwritten signature

Tasso d'inflazione programmato e prezzi al consumo famiglie di operai ed impiegati (F.O.I., esclusi i tabacchi)	Inflazione programmata (Fonte Dip. Tesoro)	Prezzi al consumo F.O.I. (Fonte: Istat)
2017	1,20%	1,10%
2018	1,00%	1,10%
2019	1,20%	0,50%
2020	-0,20%	-0,30%
2021	0,50%	
2022 (*)	1,50%	

(*) Con la presentazione della NADEF 2021 (ottobre 2021) è stato inserito il tasso di inflazione programmato per il 2022 pari all'1,5%.

Applicando la regola di Fisher¹, il tasso *risk free* reale risulterebbe peraltro negativo, pari allo **-0,66%**, misura che non può ritenersi rappresentativa, anche in considerazione del probabile graduale rialzo dei tassi nell'area euro. Al fine di esprimere correttamente tale parametro di rischiosità, sempre considerando l'approccio prudentiale che deve guidare l'Esperto, in sostituzione del procedimento precedente è stato impiegato il "country risk premium" per il Paese italiano, come risultante dalle elaborazioni del Prof. Damodaran², risultato pari al **2,18%**.

Quanto al premio per il rischio del mercato azionario ($R_m - R_f$), esso viene inteso come lo spread positivo tra il rendimento atteso di una certa attività finanziaria cui risulta associato un profilo di volatilità ed il tasso d'interesse privo di rischio. Generalmente il *market risk premium* viene ottenuto in base all'indice azionario costituito dal maggior numero di titoli trattati sul mercato del Paese nel quale ha sede l'azienda oggetto di analisi. A tal fine, è stato dapprima calcolato il differenziale tra il *total risk premium* individuato dal Prof. Damodaran per l'Italia (6,42%) ed il *country risk premium* sopra elaborato che di fatto incorpora già il "rischio Paese", pari al 4,24%. Essendo il premio per il rischio mediamente riconosciuto per investimenti azionari in mercati evoluti generalmente compreso tra il 5%-6%, è stato comunque considerato un *market risk premium* minimo pari al 5%.

Quanto al coefficiente che esprime la rischiosità specifica dell'investimento azionario rispetto a quella media di mercato (β), deve considerarsi che diviene spesso problematico disporre di una misura significativa del rischio, indispensabile per determinare il tasso di attualizzazione. La difficoltà

¹ La formula applicata è la seguente: Tasso reale = $(1 + \text{Tasso nominale}) / (1 + \text{Tasso inflazione}) - 1$

² Aswath Damodaran è Professore di Finanza alla Stern School of Business della New York University, dove insegna corporate finance e valutazione.

è resa particolarmente evidente per le società non quotate, prive di un coefficiente "beta" espresso dal mercato ed in ogni caso con profili di rischio difficilmente comparabili con quelli di società quotate. Ciò premesso, si è ritenuto di stimare tale componente a 1, pari al livello medio di mercato, essendo in linea con quello attribuito alla società ABTG dalla società IRTOP Research nello Studio pubblicato nel mese di aprile 2021 sul sito internet di Borsa Italiana, per quanto nella versione unlevered. Tale parametro appare peraltro sostanzialmente in linea con il beta levered³ del settore "Education" ($\beta = 0,84$) come individuato da Damodaran, ritenuto avere un profilo di rischio simile all'attività ed al modello di business di SBL.

È peraltro da rilevare che il costo del capitale ottenuto con l'impiego di tali componenti non considera che la società presenta dimensioni più ridotte rispetto alle aziende comparabili utilizzate per la stima del costo del capitale. L'esistenza di un premio per il rischio dimensionale (*additional risk premium*), legato alla maggiore volatilità dei rendimenti delle aziende di minori dimensioni, è ampiamente riconosciuta sia dalla dottrina che dalla prassi professionale prevalente. Secondo il Guatri, per l'Italia appaiono congrue maggiorazioni del costo del capitale azionario comprese tra il 2% ed il 6%, mentre il Massari giustifica premi addizionali compresi tra l'1% e il 3,5%.

Nel caso di specie, in considerazione delle dimensioni assai più ridotte della Società, si ritiene corretto considerare un premio per il rischio dimensionale elevato, pari al 4%.

Legando i diversi parametri, il costo del capitale proprio (K_E) viene ottenuto pari all'**11,18%**.

|||||

|||||

|||||

|||||

|||||

|||||



³ Nell'oggettiva difficoltà di determinazione del rapporto di indebitamento target e per semplicità operativa, è stato quindi impiegato direttamente il coefficiente Beta nella versione "levered" disponibile per i settori qui considerati, per quanto tale parametro sia condizionato sia dal rischio operativo, sia dal rischio finanziario, quest'ultimo determinato dai differenti rapporti di indebitamento delle società quotate considerate nel calcolo del Beta di ciascun settore considerato.

Costo del capitale (K_e)				
Riferimenti emissione (Fonte MEF / Banca d'Italia)	Data Asta	Rendimento lordo		
BTP 0,95% 1.3.2020 - 1.8.2030 (IT0005403396)	30/06/2021	0,74%		
BTP 0,95% 1.6.2021 - 1.12.2031 (IT0005449969)	29/07/2021	0,66%		
BTP 0,95% 1.6.2021 - 1.12.2031 (IT0005449969)	31/08/2021	0,67%		
BTP 0,95% 1.6.2021 - 1.12.2031 (IT0005449969)	29/09/2021	0,86%		
BTP 0,95% 1.11.2021 - 1.6.2032 (IT0005466013)	28/10/2021	1,05%		
BTP 0,95% 1.11.2021 - 1.6.2032 (IT0005466013)	30/11/2021	1,02%		
Media aritmetica rendimenti nominali (r)		0,83%		
Tasso inflazione programmato anno 2022 (p)		1,50%		
Rendimento <i>risk free</i> reale (Rf) = $(1 + r) / (1 + p) - 1$	minimo	2,18%	-0,66%	2,18%
Premio per il rischio (<i>risk premium</i>)	minimo	5,00%	4,24%	5,00%
Coefficiente rischio sistematico dell'investimento considerato (β levered)		1,00		
Premio per il rischio aggiuntivo per società non quotate e di minori dimens. (Arp)		4,00%		
Costo del capitale (K_e) = $Rf + (Rm - Rf) \beta + Arp$		11,18%		

Rapporto di indebitamento / Parametri riferiti all'Equity (E) ed alla posizione finanziaria netta (D)

La composizione della struttura finanziaria tra capitale di rischio e capitale di debito dovrebbe essere ottenuta assumendo la struttura di indebitamento ottimale a regime, che varia in funzione del profilo di rischio operativo aziendale.

Tale rapporto potrebbe essere ottenuto in base a parametri di mercato desunti da aziende operanti nel settore di riferimento, peraltro disponibili in genere solo per società quotate e con dimensioni spesso assai differenti rispetto all'azienda da valutare.

Risultando particolarmente difficoltosa l'individuazione del rapporto di indebitamento target delle società effettivamente comparabili, nella prassi è frequente individuare tale livello in funzione del valore di mercato dell'Equity e della posizione finanziaria netta della società stessa oggetto di valutazione.

A livello applicativo, tale rapporto viene quindi ottenuto quale media del costo dell'equity e del costo dell'indebitamento finanziario, ponderata in ragione della consistenza del capitale di rischio e del capitale di debito, da assumere peraltro secondo valori di mercato.

Nel caso di specie, per il capitale di debito è stata assunta la posizione finanziaria netta al 31/12/2021 in base alle evidenze contabili, pari ad euro 268k, non discostandosi dalla sua valutazione di mercato. In particolare, la posizione finanziaria netta è calcolata come totale dei debiti finanziari, sia a breve sia a lungo termine, al netto delle disponibilità liquide e delle attività finanziarie in portafoglio e facilmente liquidabili. Tra le passività finanziarie sono stati inclusi anche i debiti tributari IRES-IRAP di anni precedenti.

Posizione finanziaria netta adjusted Dati in €/000	31/12/2021
(-) Disponibilità liquide	(32)
Debiti verso banche - breve termine	0
Debiti verso banche - finanziamenti	30
Finanziamenti da controllante	80
Debiti tributari progressi - IRES-IRAP	190
Totale	268

Come sopra ricordato, la struttura o rapporto di indebitamento in oggetto deve essere calcolata considerando i valori di mercato, rendendo quindi necessario conoscere il valore dell'Equity di SBL. Tenuto conto che il valore dell'Equity è il risultato finale del modello di valutazione DCF ed è quindi a sua volta condizionato da tale rapporto, ne consegue come sia necessario risolvere un calcolo cd "circolare". Dalle procedure iterative condotte è stato possibile determinare l'equity value (a valore corrente o di mercato) – di cui viene dato conto nelle pagine successive a conclusione del procedimento di valutazione con modello DCF – e di conseguenza calcolare i seguenti pesi di ponderazione: equity (a valore corrente) 82,1%, posizione finanziaria netta 17,9%.

Si evidenzia come il particolare modello di business di SBL prevede un limitato ricorso all'indebitamento finanziario, coerente con la scelta di impiegare nel modello valutativo un'incidenza della posizione finanziaria netta contenuta ed in linea con il rapporto D/E medio del settore di riferimento (si vedano gli equity research elaborati su ABTG dalla società Integrae Sim nell'aprile 2021 e aprile 2022). Dai dati incorporati nel piano aziendale SBL 2022-2024, tale struttura finanziaria è comunque destinata al raggiungimento di un'eccedenza di liquidità a fine 2023.

Il costo del capitale di debito, stimato pari al 2,70% lordo, è stato ottenuto quale media ponderata dei tassi di interesse riferiti alla composizione della posizione finanziaria netta, suddivisa tra debiti verso banche e debiti tributari. Al netto dell'effetto fiscale, tale tasso viene stimato al 2,05%.

I parametri per il calcolo del costo medio ponderato del capitale investito (WACC) sono ottenuti come dai successivi prospetti.

<i>Ke</i>	Costo del capitale proprio	11,18%
<i>Kd</i>	Costo del capitale di debito (lordo)	2,70%
<i>Tc</i>	Aliquota deducibilità fiscale oneri finanziari	24,00%
<i>Kd_t</i>	Costo del capitale di debito (al netto effetto fiscale)	2,05%

Legando i diversi parametri che concorrono alla determinazione del costo medio ponderato del capitale investito (WACC), viene elaborato un tasso del **9,55%**.

5.2.2 La stima dell'enterprise value di SBL

L'enterprise value di SBL, secondo l'approccio "unlevered", viene stimato come risultato di due elementi:

- a) il valore attuale dei flussi di cassa operativi netti esplicitamente previsti e riferiti al triennio 2022-2024;
- b) il valore attuale alla fine del periodo di pianificazione esplicita (c.d. "terminal value").

Di seguito viene illustrato separatamente il procedimento seguito per la stima di tali componenti.

Il valore dei flussi di cassa operativi del periodo di pianificazione esplicita

Come suggerisce la prevalente prassi valutativa, la stima delle proiezioni dei flussi finanziari dovrebbe essere fondata sulle più recenti previsioni (Piano) approvate dal management e dovrebbe escludere eventuali flussi finanziari derivanti da operazioni di ristrutturazione o da ottimizzazioni dell'andamento dell'attività, in quanto non espressione della normale operatività aziendale.

Nel caso di specie, la stima è stata quindi condotta in base al piano economico-finanziario 2022-2024 fornito dal management di SBL. Tale periodo di piano, che copre quindi una durata pari a 3 anni, incorpora inoltre gli effetti delle sinergie attese dalla possibile integrazione con ABTG.

Di seguito vengono indicate le proiezioni economiche per il triennio 2022-2024 fornite dal management di SBL:

CE SBL	2022	Var %	2023	Var %	2024	Var %
Totale Ricavi	957.430	162,9%	1.161.674	21,3%	1.286.001	10,7%
Costi Diretti	531.202	460,3%	600.018	13,0%	659.090	9,8%
% on Revenues	55,5%		51,7%		51,3%	
1° Margine	426.229	58,2%	561.655	31,8%	626.911	11,6%
1° Margine %	44,5%		48,3%		48,7%	
Costi Indiretti	203.312	-0,7%	234.456	15,3%	270.456	15,4%
% on Revenues	21,2%		20,2%		21,0%	
EBITDA	222.916	244,6%	327.199	46,8%	356.455	8,9%
EBITDA %	23,3%		28,2%		27,7%	
Ammti	109.046	-19,7%	98.387	-9,8%	83.709	-14,9%
Acc.ti e Sval.	80.000	49,2%	-	-100,0%	-	#DIV/0!
EBIT	33.871	-127,1%	228.812	575,5%	272.746	19,2%
EBIT %	3,5%		19,7%		21,2%	
Prov/Oneri Fin e Straord	9.600	914,8%	10.800	12,5%	12.000	11,1%
Tax	6.674	-140,0%	59.953	798,3%	71.705	19,6%
Risultato d'Esercizio	17.596	-116,1%	158.059	798,3%	189.041	19,6%
%	1,8%		13,6%		14,7%	
SP SBL	2022	Var %	2023	Var %	2024	Var %
Immobilizzazioni	212.997	-28,3%	164.610	-22,7%	155.901	-5,3%
Crediti Commerciali	431.120	-8,5%	479.523	11,2%	533.106	11,2%
Disp. Liquide	515.591	1509,8%	627.943	21,8%	638.302	1,6%
Ratei e Risconti Att.	24.033	0,0%	24.033	0,0%	24.033	0,0%
Totale Attivo	1.183.740	43,6%	1.296.108	9,5%	1.351.342	4,3%
Patrimonio Netto	178.207	11,0%	336.266	88,7%	525.307	56,2%
Debiti Commerciali	233.061	65,0%	337.370	44,8%	453.564	34,4%
Altri Debiti	691.463	56,6%	541.463	-21,7%	291.463	-46,2%
Ratei e Risconti Pass	81.007	0,0%	81.007	0,0%	81.007	0,0%
Totale Passivo	1.183.740	43,6%	1.296.108	9,5%	1.351.342	4,3%

Fonte: Piano economico-finanziario SBL 2022-2024

I dati prospettano una crescita sostenuta del fatturato nel periodo 2022-2024 ad un CAGR (tasso annuo di crescita composto) del 58%, con raggiungimento nel 2024 del livello dei ricavi 2019, comunque inferiore al top registrato nel 2018 (euro 2.758k). Tale deciso sviluppo porterebbe l'EBITDA margin nel biennio 2023-2024 attorno al 28%.

Le attese di crescita appaiono quindi ambiziose e sfidanti, prospettando un forte recupero del volume d'affari e della marginalità operativa dopo il calo registrato nel 2019 e quello ulteriore e



[Handwritten signature]

ancor più pronunciato del biennio 2020-2021, pesantemente condizionato dall'emergenza pandemica da Covid-19.

Il prospetto successivo riassume quindi la previsione dei flussi di cassa operativi netti per il periodo 01/01/2022-31/12/2024, confrontati con gli anni precedenti.

SMART BUSINESS LAB S.R.L.

Pianificazione flussi di cassa operativi

	ACTUAL	ACTUAL	ACTUAL	PLAN	PLAN	PLAN
Dati in €/000	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ricavi vendite e prestazioni	1.284	572	329	957	1.162	1.286
Variazione %	-53,4%	-55,4%	-42,6%	191,3%	21,3%	10,7%
A EBITDA	170	249	65	223	327	356
% su ricavi vendite e prestazioni	13,2%	43,6%	19,6%	23,3%	28,2%	27,7%
B₁ Sterilizzazione costi non monetari (TFR / TFM)	39	80	3	0	0	0
CCN operativo	323	327	272	140	84	21
% su ricavi vendite e prestazioni	25,2%	57,1%	82,6%	14,6%	7,2%	1,6%
B₂ (-) Variazione CCN operativo	(256)	(124)	1	52	56	63
al netto rettifiche per elementi non monetari	0	121	54	80	0	0
C Flusso di cassa operativo lordo (A + B)	(47)	206	69	275	383	419
D₁ Flussi netti in uscita CapEx	(15)	(121)	(134)	(25)	(50)	(75)
% su ricavi vendite e prestazioni	1,2%	21,1%	40,7%	2,6%	4,3%	5,8%
D₂ Flussi in uscita fondi rischi e TFR	(14)	(63)	(132)	0	0	0
E Flusso di cassa operativo (C + D)	(76)	22	(197)	250	333	344
EBIT	120	117	(125)	34	229	273
% su ricavi vendite e prestazioni	9,3%	20,5%	-38,0%	3,5%	19,7%	21,2%
F Tax su EBIT	(52)	(69)	16	(9)	(63)	(75)
Tax rate su EBIT %	43,1%	58,7%	13,2%	27,5%	27,5%	27,5%
Cash flow operativo netto (E + F)	(128)	(47)	(180)	241	270	269

Dalle evidenze dello Stato Patrimoniale previsionale 2022-2024 e quindi dall'analisi dei flussi finanziari conseguenti, è emerso in particolare quanto segue:

- la dinamica del capitale circolante netto operativo (CCN operativo) segue un trend progressivamente decrescente, che appare legato al particolare ciclo di incassi a regime;

- gli investimenti sono stimati nel Piano tra euro 25k e d euro 75k su base annua nel triennio 2022-2024, relativi all'aggiornamento del software gestionale e alla gestione CRM; a tale riguardo, il management ha riferito che, rispetto alla dinamica storica, gli anni di Piano non prevedono investimenti pluriennali per acquisizione di "lead generation" (database), per cui eventuali ulteriori spese per innovazione e per sostenere la crescita commerciale sono considerate nel conto economico e quindi direttamente nella rappresentazione dell'EBITDA;
- il tax rate sul risultato ante imposte del Piano è risultato corrispondere ad un'incidenza pari al 27,5%, livello ritenuto coerente con l'impatto effettivo per imposte sui redditi e Irap.

Il valore dei flussi di cassa operativi per il periodo di pianificazione analitica 2022-2024 alla data del 31/12/2021 viene quindi ottenuto mediante attualizzazione utilizzando il costo medio ponderato del capitale investito (WACC), stimando un valore complessivo di euro 649k, come da prospetto seguente.

SMART BUSINESS LAB S.R.L.

Attualizzazione flussi finanziari 2022-2024 (dati in €/000)

Anno	FCFO _t	Coeff.	Flusso	t	WACC	Valore attualizz.
2022	241	100%	241	1,00	9,55%	220
2023	270	100%	270	2,00	9,55%	225
2024	269	100%	269	3,00	9,55%	205
	780		780		$V_A = FCFO_t \cdot (1 + WACC)^{-t}$	649

Il valore finale dopo l'orizzonte di pianificazione esplicita (c.d. "terminal value")

Al termine del periodo di pianificazione analitica dei flussi di cassa, ossia al 31 dicembre 2024, è ragionevole ritenere che SBL SpA sarà ancora in grado di generare positivi flussi di cassa.

In tali casi, il valore finale – che spesso rappresenta la principale componente del valore aziendale secondo la logica finanziaria qui accolta – è rappresentato dal valore attuale dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale esplicito di pianificazione, oppure a seconda dei casi e dell'opportunità, da un flusso ottenuto quale media degli ultimi anni.

Secondo l'approccio di più frequente applicazione, la determinazione di tale flusso di lungo periodo (c.d. "perpetuity") dovrebbe avvenire con riferimento al flusso di cassa dell'ultimo esercizio di pianificazione, impiegando un tasso di crescita (g) ed applicando poi il modello di Gordon.

Nel definire il tasso g è opportuno ricordare che generalmente il suo livello viene mantenuto su livelli contenuti, sull'assunto che sia difficile sostenere una crescita infinita del flusso. Appare infatti più realistico prevedere che, dopo un eventuale sviluppo nei primi anni, nel medio e lungo periodo il mercato (e quindi l'impresa) entri in una fase di maturità con tassi di crescita quantomeno più ridotti.

In ogni caso, un tasso di crescita trova adeguata giustificazione sulla base della capacità di tenuta dei flussi di cassa rispetto alla dinamica inflazionistica ed anche del rendimento prefigurabile di investimenti di espansione realizzati attraverso l'eventuale reinvestimento di parte del flusso di cassa periodico. La sua stima richiede uno sforzo dell'Esperto sul fronte dell'analisi fondamentale, finalizzato a comprendere la sostenibilità nel lungo periodo del vantaggio competitivo di cui gode al momento l'azienda, nella consapevolezza che tali vantaggi sono destinati a ridursi o a esaurirsi nel tempo (commento PIV III.1.37).

A fronte della disponibilità di un Piano aziendale limitato al periodo 2022-2024 che prospetta ricavi in forte e rapido sviluppo dopo quelli del triennio 2019-2021 e non essendo possibili stime oltre tale orizzonte temporale, appare particolarmente complesso esprimersi in merito alla stabilizzazione dei driver di valore nel medio/lungo periodo, specie in un contesto di mercato estremamente mutevole, destinato a sviluppare nuovi modelli di servizio, anche grazie alla rivoluzione tecnologica con spinta verso la digitalizzazione.

Al fine di scontare adeguatamente il grado di rischio associato alla decisa discontinuità dei flussi di cassa stimati dalla Società per il triennio 2022-2024, si è ritenuto di adottare un approccio prudente che ha condotto a considerare quale flusso per la stima del "terminal value" il 50% del flusso di cassa operativo stimato per l'ultimo anno di Piano (2024).

Flusso di cassa per la stima del terminal value

Dati in €/000

Flusso di cassa operativo 2024	269
% correzione da "execution risk"	50%
Flusso di cassa impiegato per la stima del terminal value	135

Nel caso di specie, pur in presenza di spazi di crescita reale delle linee di business con i piani aziendali, anche in considerazione delle sinergie attese dalla possibile integrazione con ABTG, appare ragionevole impiegare un tasso di crescita di lungo periodo g neutrale e quindi pari a zero, privilegiando un approccio conservativo.

Assumendo quindi un importo della *perpetuity* di euro 135k, pari al 50% del flusso di cassa operativo

anno 2024 capitalizzato per un anno al tasso di crescita "g" – che peraltro è assunto pari a zero –, il valore finale (*terminal value*) alla data del 31 dicembre 2024 viene stimato con l'impiego della seguente formula:

$$TV = \frac{\text{perpetuity}}{(WACC - g)}$$

Il valore finale al 31/12/2024 viene quindi ottenuto pari ad euro 1.409k, che attualizzato alla data del 31/12/2021 (ossia per 3 anni), impiegando il costo medio ponderato del capitale investito (9,55%), conduce ad un valore pari ad euro 1.071k.

5.2.3 Il valore attribuibile ai "surplus assets" e alle passività potenziali

Costituiscono "surplus assets" le attività non strumentali rispetto all'attività tipica – in genere di tipo finanziario od immobiliare –, per le quali si rende opportuna un'autonoma valutazione in ragione della loro specifica natura e destinazione, dal momento che tali assets presentano normalmente prospettive reddituali o di flussi finanziari e profili di rischio non assimilabili a quelli dell'attività tipica aziendale.

Tali assets vengono in genere valutati in via analitica, anche eventualmente con riferimento a prezzi correnti di mercato, una volta provveduto a neutralizzare gli effetti che tali beni possono avere determinato sulla formazione dei risultati / flussi prospettici.

Nel caso di SBL si è ritenuto di considerare tra i *surplus assets* i crediti verso la controllante iscritti tra le immobilizzazioni al 31/12/2021 per euro 13k, non essendo incluse nella formazione dei flussi prospettici.

Surplus assets Dati in €/000	31/12/2021
Finanziamenti a controllante	13
Totale	13

Come evidenziato nella nota integrativa al Bilancio al 31/12/2021, nel passivo dello Stato patrimoniale risulta iscritto un fondo rischi residuo per euro 109k in relazione a possibili cause legali inerenti i rapporti con l'amministratore unico in carica fino al maggio 2019 e con un *mentor seller*. Inoltre, dalle evidenze emerse dalle risultanze della due diligence condotta dalla società Deloitte in data 16 marzo 2021, la Società presenterebbe inoltre alcuni rischi di natura fiscale in merito ad annualità precedenti.



Handwritten signature.

Posto che in base alle informazioni disponibili non risulterebbero previste specifiche uscite finanziarie a tale titolo nel Piano, l'Esperto ha considerato l'impatto di tali rischi ed oneri considerando passività potenziali per complessivi **euro 235k**, di cui euro 24k per fondo imposte differite come da Bilancio al 31/12/2021, euro 128k per specifici rischi di natura fiscale ed euro 83k per rischi legali, importo quest'ultimo pari al fondo rischi di euro 109k presente in Bilancio – che considera anche l'esito di possibile transazione per euro 60k – ridotto dell'effetto fiscale latente.

Rispetto ai fondi per rischi ed oneri presenti in Bilancio al 31/12/2021 per euro 133k, vengono quindi considerate maggiori passività potenziali per euro 102k.

L'importo delle passività potenziali per **euro 235k** viene considerato in via prudenziale senza alcuna attualizzazione, che costituisce quindi rettifica in diminuzione alla presente valutazione.

Passività potenziali Dat. in €/000	31/12/2021
Fondo imposte differite	24
Ravvedimento operoso omessi versamenti	19
Possibili rilievi specifici in ipotesi di accertamento tributario	109
Passività potenziali - oneri e rischi fiscali	152
Possibile contenzioso ex AU Marrazzo	60
Possibile contenzioso ex mentor seller Destro	49
(-) Beneficio fiscale deducibilità IRES (24%)	(26)
Passività potenziali - rischi legali	83
Totale passività potenziali	235

5.2.4 Il valore attribuibile all'intero patrimonio di SBL

L'enterprise value di SBL Srl, quale somma del valore attuale dei flussi di cassa del periodo di pianificazione esplicita (01/01/2022-31/12/2014) e del "terminal value", viene ottenuto pari ad **euro 1.721k**.

Al fine di pervenire alla stima del valore riconducibile all'intero patrimonio di SBL si rende quindi necessario:

- sottrarre l'importo della posizione finanziaria netta alla data del 31/12/2021, pari a **euro 268k** (vedasi prospetto esposto in precedenza);
- aggiungere l'importo dei surplus assets di **euro 13k**;

c) sottrarre l'importo relativo alle passività potenziali per euro 235k.

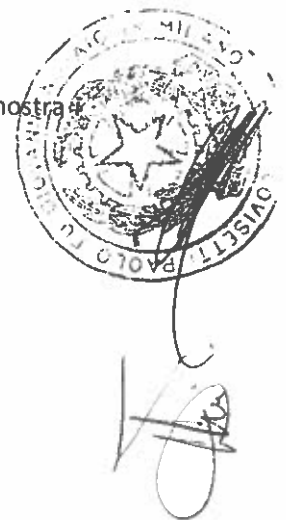
La valutazione di SBL Srl alla data del 31/12/2021, mediante adozione della metodologia finanziaria e secondo l'approccio conservativo adottato in funzione dello scopo della presente relazione, viene stimata per euro 1.231k, come da prospetto di sintesi seguente.

SMART BUSINESS LAB S.R.L.

Metodo finanziario (dati in €/000)		31/12/2021
Unlevered Discounted Cash Flow Model		
V_A	Flusso di cassa complessivo attualizzato del periodo considerato	649
$FCFO_n$	Flusso di cassa per la stima del terminal value	135
n	Estensione temporale di pianificazione esplicita (numero anni)	3,0
$WACC$	Costo medio ponderato del capitale investito	9,55%
g	Tasso di crescita del flusso di cassa (growth rate)	0,00%
D	Posizione finanziaria netta	268
SA	Surplus assets	13
PP	Passività potenziali	235
Valore attuale flussi di cassa attesi (V_A) = $FCFO_t \cdot (1 + WACC)^{-t}$		649
Valore finale (TV) = $FCFO_n \cdot [(1 + g) / (WACC - g)] \cdot (1 + WACC)^{-n}$		1.071
Enterprise value (EV) = Valore attuale flussi di cassa attesi + TV		1.721
Valore economico ($W_{FINANZIARIO}$) = $EV - D + SA - PP$		1.231

5.2.5 Sensitivity analysis

Si seguito si propone l'analisi di sensitività della valutazione con il metodo finanziario, che mostra i risultati al variare del costo medio ponderato del capitale (WACC) e del tasso di crescita (g).



SMART BUSINESS LAB S.R.L.

Equity value - DCF Sensitivity analysis

Dati €/000		WACC						
		8,05%	8,55%	9,05%	9,55%	10,05%	10,55%	11,05%
Tasso di crescita g	1,50%	1.831	1.686	1.560	1.450	1.352	1.265	1.187
	1,00%	1.706	1.579	1.467	1.369	1.281	1.201	1.130
	0,50%	1.598	1.485	1.385	1.296	1.216	1.144	1.079
	0,00%	1.503	1.402	1.312	1.231	1.158	1.092	1.032
	-0,50%	1.419	1.328	1.247	1.173	1.106	1.045	989
	-1,00%	1.345	1.262	1.188	1.120	1.058	1.002	950
	-1,50%	1.278	1.203	1.134	1.072	1.015	962	914

Considerando un'oscillazione del WACC e del tasso g all'interno di un range +/- 0,5%, la valutazione si muove all'interno di una forchetta tra euro 1.106k ed euro 1.385k.

6. IL METODO DEI MULTIPLI DI MERCATO

6.1 Cenni generali

L'uso dei multipli nella valutazione delle aziende ha registrato negli ultimi anni una notevole diffusione, dovuta a diversi fattori. Tra i principali, meritano di essere citati:

- il grande sviluppo delle operazioni di fusione e acquisizione, che ha reso disponibile una grande quantità di prezzi di riferimento, anche per società non quotate;
- lo sviluppo delle attività di private equity, condotte da intermediari che tradizionalmente smobilizzano sul mercato di borsa le proprie partecipazioni;
- la cresciuta importanza del peso dei beni immateriali per lo più non iscritti nei bilanci delle società;
- il prevalere nei metodi finanziari di valori basati su risultati futuri stimati sempre più differiti nel tempo e quindi di previsione sempre più difficoltosa e incerta.

L'applicazione del metodo dei multipli può essere eseguita sia tramite l'osservazione del valore di mercato di **società comparabili** sia attraverso l'analisi di **transazioni** ritenute significative sotto il profilo quantitativo e qualitativo.

I due approcci non sono necessariamente alternativi e di sovente, nella pratica valutativa, vengono utilizzati congiuntamente. Tuttavia, nel caso specifico, si è privilegiata l'adozione di multipli basati sull'osservazione di società comparabili a ABTG, sotto il profilo quantitativo e qualitativo.

Dal punto di vista operativo, nella costruzione dei multipli viene comunemente utilizzato, in luogo del parametro costituito dal prezzo (P, impiegato nella formulazione *equity side*, in cui il valore risulta di pertinenza dei soli soggetti detentori del capitale di rischio), il valore di mercato del capitale investito netto, pari al valore riferito al capitale azionario incrementato della posizione finanziaria netta (passività finanziarie al netto delle disponibilità liquide e delle attività finanziarie prontamente liquidabili). Secondo tale logica, i multipli assumono al numeratore l'*enterprise value* (EV) coerente metodologica, al denominatore viene solitamente impiegata una misura di performance espressa al lordo degli oneri finanziari (generalmente fatturato, margine operativo lordo / EBITDA, reddito operativo). Tale approccio valutativo viene considerato normalmente preferibile in quanto evita che la costruzione del multiplo si presti a possibili distorsioni, in quanto elaborato escludendo la struttura finanziaria delle società incluse nel campione di riferimento, che può risultare molto differente anche all'interno del medesimo settore.



Handwritten signature.

Handwritten signature.

Il limite del metodo, così come il suo pregio, risiede nella relativa semplicità di applicazione che lo caratterizza, posto che il risultato a cui conduce è inevitabilmente condizionato dalle prospettive di crescita delle performance aziendali delle società che formano il paniere selezionato. Nel caso dei multipli di borsa un ulteriore limite è rappresentato da possibili oscillazioni dei prezzi di mercato intorno ai valori equi, legate a fasi congiunturali di mercato che possono determinare prezzi molto elevati durante le fasi di euforia e significativi ribassi nelle fasi più turbolente dell'economia.

Per tali ragioni, il suo impiego viene spesso effettuato con funzione di controllo del metodo individuato come principale per la valutazione dell'intero patrimonio della società oggetto di valutazione.

Lo schema di applicazione dell'approccio alla valutazione di un'impresa basato sui multipli di società comparabili si compone di quattro momenti principali:

- la selezione di un campione di società comparabili;
- il calcolo dei multipli per le società selezionate;
- il calcolo dei multipli medi e mediani delle società del gruppo selezionato;
- l'applicazione dei multipli medi e/o mediani all'azienda oggetto di stima.

6.2 La selezione delle società comparabili ed il calcolo dei multipli

Nella difficoltà di riscontrare società omogenee sotto ogni profilo si procede normalmente individuando gli elementi più significativi per la formazione del paniere di confronto, selezionando le aziende comparabili in relazione agli attributi prescelti.

Per l'individuazione delle società comparabili si è ritenuto opportuno fare riferimento al più recente Studio della società IRTOP Consulting, pubblicato nel mese di ottobre 2021 su Borsa Italiana e riferito alla società ABTG.

In un precedente rapporto (novembre 2020) veniva evidenziato come ABTG presenti un modello di business senza reali e diretti competitor quotati. Mentre molte aziende sono attive nel segmento "education", non risulta alcun operatore nel business "formazione" specializzato in attività di coaching e training.

In ogni caso, IRTOP Consulting ha provveduto ad individuare un elenco di operatori a livello internazionale, principalmente con sede negli Stati Uniti d'America, che hanno formato l'elenco di



so
In
no
ed
Di
Co
av
M
C
S
F
K
C
P
F
L
N
M
A
P
F
Pe
mu
9,7
più
qu
me
Il n
È s
dul
cap
me

società potenzialmente comparabili con SBL.

In tale prospettiva, si è ritenuto di condurre la valutazione attraverso l'impiego del moltiplicatore normalmente più utilizzato, in quanto stabile ed affidabile, costruito sul rapporto tra enterprise value ed EBITDA.

Di seguito si mostra il risultato dell'elaborazione in base ai dati diffusi dallo studio di IRTOP Consulting sui comparables di ABTG (dal paniere è stata esclusa la società M2i SA in quanto non avente multipli disponibili):

MULTIPLI COMPARABLES

Comparables ABTG	Country	Market cap (E) mln	Sales 2021 mln	EBITDA 2021 %	EV/EBITDA 2021 E	EV/EBITDA 2022 E
GP Strategies Corporation	USA	316	433	6,0%	9,5	8,4
Strategic Education, Inc.	USA	1.527	1.003	23,8%	7,0	6,7
Franklin Covey Co.	USA	526	189	10,2%	23,3	18,2
K12 Inc.	USA	1.328	1.309	10,2%	5,9	6,8
Chegg, Inc	USA	7.959	702	19,0%	29,1	23,0
Pearson PLC	UK	6.561	4.052	23,0%	10,2	9,3
Houghton Mifflin Harcourt Company	USA	1.522	828	12,0%	11,8	10,1
Learning Technologies Group Plc	UK	1.810	207	36,1%	25,2	20,9
Media		2.694	1.091	17,5%	15,3	12,9
Mediana		1.525	765	15,5%	11,0	9,7
Alfio Bardolla Training Group	ITA	19	14	27,0%	5,0	4,3
<i>Premio (Sconto) su comparables in base a market price</i>					55%	-55%

Fonte: IRTop Research - Ott. 2021 su dati FactSet - www.borsaitaliana.it

Per la stima del valore del capitale economico di SBL si è dapprima fatto riferimento alla mediana del multiplo EV/EBITDA 2022 del campione selezionato, che ha condotto ad individuare un multiplo di **9,7x (2022)**, in diminuzione rispetto a quello 2021. Considerato che SBL presenta dimensioni molto più ridotte rispetto alle aziende del campione ed avendo un capitale meno "liquido" non essendo quotata, al multiplo preso a riferimento è stata applicata una correzione percentuale del **30%** mediamente applicabile per aziende non quotate.

Il multiplo è stato quindi ricalcolato in diminuzione a **6,8x**.

È stato considerato inoltre il multiplo EV/EBITDA 2022 di ABTG, essendo la realtà quotata senza dubbio più simile rispetto a SBL, sia per modello di business che per dimensioni. In base alla market capitalization al 31/12/2021, tale multiplo è stato calcolato per **4,3x**, con sconto rispetto alla mediana dei comparables del 55%.

La media tra il multiplo dei *comparables*, al netto dello sconto del 30%, e quello di ABTG, corrisponde ad un multiplo 2022 di **5,6x**, che viene applicato per la valutazione di SBL.

Per l'EBITDA di SBL si è ritenuto di applicare, anziché il solo dato 2022, il dato medio stimato per gli anni di Piano 2022-2023, ritenendo tale misura maggiormente rappresentativa della dimensione prospettica dei ricavi futuri, essendo atteso un ritorno ai ricavi 2019, ultimo anno pre-pandemia da Covid-19.

Applicando all'EBITDA medio 2022-2023, pari a euro 275k, il multiplo di 5,6x, il valore dell'enterprise value di SBL è ottenuto per **euro 1.540k**.

Per giungere all'equity value, tale valore viene ridotto dell'importo della posizione finanziaria netta di **euro 268k**, viene poi aggiunto l'importo dei surplus assets di **euro 13k** e infine sottratto l'importo relativo alle passività potenziali per **euro 235k**.

Sulla base di quanto sopra, viene elaborato un valore dell'Equity di SBL pari ad **euro 1.051k** come di seguito evidenziato:

SMART BUSINESS LAB S.R.L.

Valutazione multipli mercato	
Dati in €/000	
31/12/2021	
EBITDA medio 2022-2023	275
EV / EBITDA - <i>comparables</i>	9,7
<i>Market data discount</i>	30%
EV / EBITDA - <i>comparables discounted</i>	6,8
EV / EBITDA - ABTG	4,3
EV / EBITDA medio	5,6
EV	1.540
(-) PFN	(268)
Equity value	1.272
Surplus assets	13
(-) Passività potenziali	(235)
Equity value <i>adjusted</i>	1.051

7. IL METODO EMPIRICO DELLE LISTE DI CONTATTI E CLIENTI

7.1 Cenni generali

Ogni azienda operante nel settore dell'e-commerce, per incrementare il numero dei propri clienti deve poter generare un sistema volto da un lato ad individuare i potenziali clienti (prospect) e dall'altro far conoscere l'azienda sul mercato al fine di acquisire nel tempo una lista di persone contattabili (contacts). Da questa attività di marketing un'impresa si generano i cosiddetti "lead" ovvero sia dei potenziali clienti e quindi un'opportunità di vendita. Non è più un generico utente-consumatore, bensì una persona che ha già manifestato interesse per un marchio, un prodotto, un servizio o quanto meno per un dato argomento. Quell'interesse lo ha spinto a fornire alcuni dati di contatto e/o dati personali in cambio di qualcosa (un e-book, un white paper, un video tutorial, un webinar o altro ancora). A prescindere dalla forma, è importante che l'utente riconosca un valore in quel contenuto e, dunque, sia disposto a comunicare alcuni dati personali attraverso una procedura di registrazione. Le voci del form da compilare possono variare, includendo sicuramente almeno nome, cognome e indirizzo e-mail e in aggiunta altre informazioni (nome dell'azienda, ruolo lavorativo, ecc.), a seconda delle esigenze di profilazione.

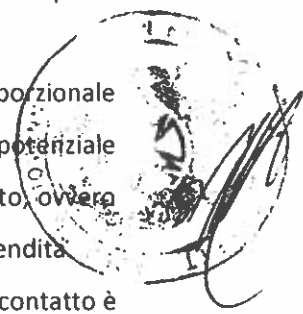
Dal punto di vista del marketing, il "lead" è preziosissimo perché non è uno sconosciuto per l'azienda, né l'azienda lo è per lui. Non è un generico contatto che entra nel database, bensì un individuo potenzialmente interessato, abbastanza da accettare di fornire alcuni dati in cambio di un contenuto. In un successivo contatto, quell'utente non cadrà dalle nuvole ma presumibilmente ricorderà di aver ricevuto qualcosa in cambio.

Quindi i lead sono potenziali clienti che, essendo già entrati in contatto con un venditore o avendo già letto dei contenuti digitali riguardanti i prodotti che vendi, sono più propensi all'acquisto rispetto ad una persona che non conosce il tuo prodotto/servizio.

Pertanto, il lead è un contatto con un grado di interesse al tuo prodotto direttamente proporzionale alla natura dell'azione che ha appena compiuto sul tuo sito. Il lead non è detto che sia un potenziale cliente. Spetta al "lead scoring" e al "lead nurturing" trasformare un lead in lead qualificato, ovvero pronto per ricevere l'approccio di un venditore o una comunicazione molto orientata alla vendita.

Ciò premesso le liste di lead hanno un valore commerciale ed economico che variano se il contatto è un lead ovvero siano solo dei contatti.

I valori dei lead cambiano in funzione del settore merceologico di appartenenza. Nel settore della formazione, i contatti hanno un valore medio di \$ 55 (ca euro 50) come da tabella allegata che segue:



Handwritten signature or initials.

CA

Costo Medio per Lead⁴ per settore merceologico

Settore	Costo medio per lead
Finance	\$ 160
Technology	\$ 208
Healthcare	\$ 162
Manufacturing	\$ 136
Travel & Tourism	\$ 106
Retail	\$ 34
Education	\$ 55
Telecom	\$ 45
Marketing	\$ 99
Consumer Products	\$ 105
Media & Publishing	\$ 108
Non-Profits	\$ 31
Business Services	\$ 132

7.2 La valutazione di SBL

La valutazione con tale metodo ha condotto a valorizzare il numero di "Lead" (contatti) ed il numero di Clienti esistenti, rispettivamente n. 57.033 e n. 2.197 al valore unitario di euro 35. e risultante dal valore di euro 50, come risultante dalla tabella sopra riportato, ridotto, quale potenziale rischio, di circa un 30% come mediamente applicabile nelle perizie.

Il valore del "portafoglio" contatti e clienti viene quindi elaborato in euro **2.073k**.

Il valore così considerato rispetto al valore contabile è peraltro oggetto di una rettifica in diminuzione al fine di stimare i potenziali oneri fiscali connessi ai plusvalori stimati. La fiscalità latente viene comunemente determinata nei procedimenti di stima mediante applicazione di aliquote d'imposta ridotte, trattandosi di una tassazione in epoche future di plusvalori solo potenziali e per tenere conto di eventuali agevolazioni tributarie che comportano riduzioni e/o differimenti in grado di attenuare l'effettiva pressione fiscale.

⁴ Sources: [Marketing Charts](#), [Hubspot](#), [Socedo](#), [Survey Anyplace](#), [Integrated Marketing Association](#)

Secondo la comune esperienza, le aliquote adottate per esprimere detti oneri fiscali potenziali diretti oscillano tra il 10% ed il 30%. Il sottoscritto Perito stima il carico fiscale prospettico assumendolo in via prudenziale nella fascia alta della forchetta, pari al 27,9% corrispondente alle aliquote nominali IRES e IRAP.

Il valore netto viene ottenuto pari a euro 1.495k.

Al fine di stimare l'equity value con tale metodologia di valutazione empirica, al valore dei lead e clienti è stato aggiunto il patrimonio netto tangibile rettificato alla data del 31/12/2021, ottenuto apportando le seguenti rettifiche al patrimonio netto contabile di euro 161k:

- a) sottrazione del valore netto contabile delle immobilizzazioni immateriali, pari a euro 262k, in quanto già riflesse nella valutazione di cui sopra, al netto dell'effetto della fiscalità latente, per coerenza stimata assumendo la medesima aliquota del 27,9%;
- b) sottrazione delle maggiori passività potenziali al 31/12/2021, come stimate in precedenza, con una conseguente correzione in diminuzione pari a euro 102k.

Come da prospetto di sintesi, il valore economico con la metodologia di valutazione qui assunta è ottenuto pari a euro 1.365k.

SMART BUSINESS LAB S.R.L.

Metodo empirico settore (dati in €/000)		31/12/2021	
Metodo liste contatti			
	Numero	W unitario	Totale
Lead (contatti)	57.033	35 €	1.996
Clienci	2.197	35 €	77
Valore lordo "lead" e "clienti"			2.073
(-) Fiscalità latente IRES/IRAP		27,90%	(578)
Valore netto "lead" e "clienti" (W_Lead)			1.495
Patrimonio Netto contabile			161
(-) Immobilizzazioni immateriali (intangibles)			(262)
Fiscalità latente IRES/IRAP su intangibles		27,90%	73
(-) Passività potenziali al 31/12/2021			(235)
Fondi rischi ed oneri al 31/12/2021			133
Patrimonio Netto tangibile rettificato			(130)
Valore economico (W_{EMPIRICO}) = W_Lead + PN tangibile rettificato			1.365



8. CONCLUSIONI

I metodi qui accolti per pervenire alla stima dell'equity value di SBL hanno condotto alle seguenti risultanze valutative:

- **metodo finanziario**, secondo il modello Unlevered DCF: **euro 1.231k**
- **metodo dei multipli di mercato**: **euro 1.051k.**
- **metodo delle liste di contatti**: **euro 1.365k**

Innanzitutto, si riscontra una sostanziale omogeneità delle valutazioni adottate che posizionano il valore della società tra euro 1.050k e 1.365k e che confermano le metodologie adottate.

Si è poi proceduto a valutarne i metodi dando un loro peso al fine di determinare un valore finale da assegnare alla società SBL. A tal proposito si ritiene di dare maggior peso alle valorizzazioni utilizzando il metodo finanziario e dei multipli di mercato, in quanto risultanti da metodologie consolidate, e suddividendo le stesse in maniera equa (45%-45%), mentre si è assegnato al metodo empirico delle liste di contatti un peso di solo il 10% a causa della sua potenziale volatilità ottenendo le seguenti risultanze:


VALUATION SUMMARY			31/12/2021					
Dati in €/000								
Metodo di valutazione	Modello	Peso %	Valore (W) €/000	EV / Sales		EV / EBITDA		P / BV
				2021	2022 E	2021	2022 E	2021
Metodo finanziario	Unlevered DCF	45%	1.231	4,6	1,6	23,2	6,7	7,7
Metodo multipli	Comparables	45%	1.051	4,0	1,4	20,4	5,9	6,5
Metodo liste contatti	Lead model	10%	1.365	5,0	1,7	25,3	7,3	8,5
		Media ponderata	1.164	4,4	1,5	22,2	6,4	7,2

Di conseguenza, il valore della società SBL Srl alla data di riferimento del 31/12/2021 viene stimato in un valore medio ponderato arrotondato di euro 1.164.000 che arrotondato per difetto giunge ad una valorizzazione di **euro 1.160.000.**

Dato che lo scopo della stima è la definizione del valore dell'intero patrimonio della società SBL ai fini di verificare che il suo valore sia almeno pari a quello attribuito ai fini sia del valore complessivo acquisizione (€1.123.200) sia della determinazione dell'aumento di capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo (€873.200) in forza dei criteri di valutazione seguiti in applicazione del disposto del primo comma dell'art 2343 del codice civile.

Si dà atto, quindi, che il valore della società SBL (euro 1.160.000) risulta **non essere inferiore** ad euro 873.200,00 che corrisponde al valore minimo dell'aumento di capitale sociale di ABTG.

Milano, 31 maggio 2022

L'esperto valutatore

Dott. Daniele Carlo Trivi





STUDIO NOTARILE ASSOCIATO PAOLO E MARCO LOVISETTI
20123 - Milano - Via Della Posta 10 - Tel. 02 862220

VERBALE DI ASSEVERAZIONE DI PERIZIA

Repertorio n. 316352

REPUBBLICA ITALIANA

Il giorno tredici giugno duemilaventidue - 13/06/2022

In Milano, Via Della Posta n. 10

Avanti a me dr. Paolo Loviseti, notaio in Milano, iscritto al Collegio Notarile di Milano, e' presente il signor:

TRIVI Daniele Carlo, nato a Montevideo (Uruguay) il giorno 15 marzo 1955, domiciliato a Milano, Via Andegari n. 4, codice fiscale TRV DLC 55C15 Z613F,

della cui identita' personale io notaio sono certo,

il quale mi presenta la relazione peritale che precede, relativa alla stima del valore economico della societ  SMART BUSINESS LAB S.R.L., con sede in Milano, Via Giuseppe Ripamonti n. 89, codice fiscale e numero di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano, Monza, Brianza, Lodi 07304780963, redatta quale revisore legale dei conti iscritto al Registro dei revisori legali dei conti al n. 58766 con decreto ministeriale del 12 aprile 1995, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana n. 31 bis del 21 aprile 1995 - IV Serie Speciale, chiedendo di asseverarla con giuramento.

Aderendo alla richiesta, ammonisco   sensi di legge il comparente che presta giuramento ripetendo la formula "giuro di avere bene fedelmente proceduto alle operazioni a me affidate e di non avere avuto altro scopo che quello di fare conoscere la verita'."

Il presente atto e' stato da me letto al comparente, che lo approva e firma con me notaio.

Scritto a macchina a norma di legge su di un foglio del quale occupa parte di una pagina.

Paolo Loviseti



