

Perizia di stima

Conferimento in EXECUS S.p.A. di quote
di partecipazione al capitale della società
ADASTA MEDIA S.R.L. e DIFFERENS
S.R.L.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Laurea in Economia Aziendale

Laurea in Giurisprudenza

Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari

Abilitato alla professione di Dottore Commercialista

Revisore ufficiale dei conti

Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano

MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

GSM: +39.335.12.66.209

@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com

Milano (I) – 20122

Piazza Arnoldo Mondadori 1

Tel: +39.02.3116.9760

Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198

Via Claudio Monteverdi 16

Tel: +39.06.9835.5295

Fax: +39.06.9838.0669

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

Indice

1. Premessa.....	3
2. Presupposti e limiti nello svolgimento dell’Incarico Professionale.....	6
3. Descrizione sintetica delle due Società oggetto della perizia: “Adasta Media S.R.L.” e “Differens S.R.L.”	8
3.1 Adasta Media S.R.L.	8
3.2 Differens S.R.L.....	9
3.3 Dati contabili	10
3.3.1 Dati contabili Adasta Media S.R.L.....	10
3.3.2 Dati contabili Differens S.R.L.	12
4. Metodi di valutazione di un’azienda.....	14
4.1 Metodi patrimoniali.....	14
4.1.2 Metodi basati sui costi	15
4.2 Metodi reddituali	17
4.3 Metodi empirici: il metodo dei multipli	19
4.4 I metodi finanziari	21
5. Valutazione delle società Adasta Media S.R.L. e Differens S.R.L.	22
5.1 Metodo reddituale.....	23
5.2 Metodo empirico dei multipli	25
6. Conclusioni	27
7. Bibliografia ed emerografia di riferimento.....	31

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

GSM: +39.335.12.66.209

[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

24 novembre 2023

1. Premessa

La presente perizia di stima è prodotta nell'ambito dell'attività professionale del Prof. Dott. Claudio Cacciamani, iscritto al registro dei revisori legali n. 62760, in ossequio e per le finalità stabilite dall'Incarico Professionale conferito dalla Execus S.p.A. (di seguito anche "la Società" o "Execus"), società di diritto italiano con sede legale in Milano, Viale Premuda, n. 46, iscritta al registro delle imprese di Milano al n. 10625270961, Partita IVA n. 10625270961, in data 21 gennaio 2019.

La Società conferisce, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343 ter, 2° comma lettera b) c.c., al Professionista indipendente l'Incarico Professionale di stimare il valore economico di due società, Adasta Media S.R.L. e Differens S.R.L. (di seguito anche "Adasta Media" o "Adasta" e "Differens" rispettivamente), ai fini di un conferimento di quote di partecipazione al capitale sociale delle stesse a titolo di capitale proprio nella società Execus, avente un capitale sociale di euro 200.000,58 da aumentarsi con il conferimento delle quote di partecipazione al capitale delle due Società oggetto della perizia, Adasta e Differens.

La presente relazione è redatta in ossequio al dispositivo di cui al comma 2, lettera b) dell'art. 2343 ter del codice civile. I primi due commi dell'articolo in esame così recitano:

“Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

GSM: +39.335.12.66.209

[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122

Piazza Arnoldo Mondadori 1

Tel: +39.02.3116.9760

Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198

Via Claudio Monteverdi 16

Tel: +39.06.9835.5295

Fax: +39.06.9838.0669

24 novembre 2023

Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore:

- a) al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero;*
- b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità.”*

In merito, lo Scrivente dichiara di godere dei requisiti di indipendenza richiesti dall'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del codice civile e di essere consapevole dello scopo delle finalità della valutazione effettuata.

Le stime sono effettuate sulla base della documentazione direttamente fornita da Execus di seguito elencata:

- bilanci Differens S.R.L. dal 2018 al 2022;
- bilanci Adasta Media S.R.L. dal 2018 al 2022;
- bilancio provvisorio Differens S.R.L. al 30 giugno 2023;
- bilancio provvisorio Adasta Media S.R.L. al 30 giugno 2023;
- budget aziendale Differens S.R.L. 2023;

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

-
- budget aziendale Adasta Media S.R.L. 2023;
 - business plan Adasta Media S.R.L. 2022-2026;
 - business plan Differens S.R.L. 2022-2026;
 - Lettera d'intenti tra la società Execus S.p.A. e i soci di Differens S.R.L.;
 - Lettera d'intenti tra la società Execus S.p.A. e i soci di Adasta Media S.R.L.

I dati di mercato contenuti nel presente documento sono da ritenersi attendibili circa la rappresentazione della relativa situazione alla data della stesura, anche se lo Scrivente non ha esperito alcuna attività di revisione e *due diligence* degli stessi.

In relazione a quanto sopra, non sono da escludere ulteriori elementi, fattori e metodologie proprie di alcune delle attività esaminate tali da modificare, seppure non sensibilmente, l'adozione dei singoli parametri unitari scelti e adottati come riferimento.

Ciò premesso, nel prosieguo dell'elaborato si procede:

- nel capitolo 2 all'illustrazione dei presupposti e dei limiti di svolgimento del presente incarico;
- nel capitolo 3 alla spiegazione sintetica delle due società oggetto della perizia: Adasta e Differens;
- nel capitolo 4 alla presentazione delle principali metodologie di stima del valore economico d'azienda;
- nel capitolo 5 alla stima del valore economico delle due società oggetto di valutazione;
- nel capitolo 6 a formulare le conclusioni a cui si è pervenuti a seguito della stima effettuata.

La data di riferimento della presente perizia è il 24 novembre 2023.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

2. Presupposti e limiti nello svolgimento dell’Incarico

Professionale

La presente relazione di stima si basa sui seguenti presupposti e limitazioni:

- i dati, i documenti e le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della relazione sono stati forniti dalla Società. Lo Scrivente, pur avendo svolto l’incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcun audit sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni. Di conseguenza, resta ferma la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- la stima è effettuata avendo come riferimento le condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito, non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell’attuale contesto economico e finanziario. In considerazione di ciò, la stima non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (quali, a titolo esemplificativo e non esaustivo, nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale a oggi ignote e degli scenari politici e sociali). Nulla di quanto esposto nella presente relazione può essere interpretato come una garanzia o un’opinione circa la redditività prospettica dell’attività della Società sviluppata a seguito del conferimento delle società Differens S.R.L. e Adasta Media S.R.L. oggetto della presente perizia;

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

-
- le conclusioni a cui si perviene sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella relazione. Di conseguenza, nessuna parte della stessa può essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento e al complesso di finalità nella sua interezza;
 - la data convenzionale di riferimento della presente relazione è il 24 novembre 2023. Di conseguenza, rilievi, accertamenti e valutazioni presenti nel lavoro svolto devono intendersi riferiti a tale data.

Tenuto conto di quanto rappresentato nel presente capitolo, si sottolinea che la valutazione effettuata sconta inevitabilmente gradi di aleatorietà e incertezza maggiori di quelli, peraltro già tipici, di ogni procedimento valutativo che miri – come è corretto che sia – a stimare il valore di un'attività economica sulla base della sua capacità prospettica di generare benefici economici.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

3. Descrizione sintetica delle due Società oggetto della perizia: “Adasta Media S.R.L.” e “Differens S.R.L.”

Di seguito si procede a una descrizione sintetica delle due Società oggetto della perizia, Adasta Media S.R.L. e Differens S.R.L., e delle principali attività che le stesse svolgono.

3.1 Adasta Media S.R.L.

La Società Adasta Media S.R.L. è una concessionaria pubblicitaria digitale che aggrega diverse tipologie di inventory, display, video, native e mira alla massimizzazione degli indicatori rilevanti per gli attori della Supply e della Demand. Adasta Media è stata fondata nel 2017, ma grazie all'esperienza dei suoi soci, vanta indirettamente un'esperienza più che quindicennale nell'assistenza agli editor nella Digital Transformation del modello di vendita e valorizzazione di spazi e campagne pubblicitarie cross-platform attraverso soluzioni attivabili nell'ambito del Programmatic Selling, ma anche nell'idea di operazioni speciali in sinergia coi singoli editori gestiti con accordi in esclusiva. A oggi Adasta Media S.r.l., per la raccolta pubblicitaria, presenta soluzioni eterogenee e su misura aggregando diverse tipologie di inventory: Display, Video, Native e DOOH. Al momento, la società ha avuto modo di confrontarsi e lavorare con più di sessanta diversi editor di cui con almeno una decina in esclusiva. Il network che ha costruito nel tempo comprende tutte le principali categorie di interesse per ogni specifico target di pubblico: dall'entertainment allo sport, dall'arredamento al food & beverage, fino alla finanza e al tempo libero. Nell'ambito della sua attività collabora con i migliori partner tecnologici al fine di costruire un prodotto su misura per gli

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

GSM: +39.335.12.66.209

[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122

Piazza Arnoldo Mondadori 1

Tel: +39.02.3116.9760

Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198

Via Claudio Monteverdi 16

Tel: +39.06.9835.5295

Fax: +39.06.9838.0669

24 novembre 2023

inserzionisti e gli editori del network. Inoltre, presenta più di 500 milioni di impression di Display Ad, più di 10 milioni di utenti unici al mese e più di 13 milioni di visualizzazioni dei video.

3.2 Differens S.R.L.

La Società Differens S.R.L. è stata fondata nel 2008, ha una storia e un'esperienza di 15 anni nel settore del marketing digitale. La società è focalizzata su soluzioni di marketing digitale, offrendo servizi integrati che spaziano dal web design & development alla SEO e al web marketing. Con una squadra di specialisti in vari ambiti, dalla grafica alla programmazione, Differens propone strategie digitali multicanale, combinando creatività tradizionale con le ultime tecniche di marketing. La sua offerta si adatta rapidamente alle evoluzioni del settore, garantendo alle aziende una presenza online forte e coerente, con l'obiettivo di ottenere risultati misurabili e un ritorno sull'investimento tangibile. Il modello di reddito di Differens si basa su una combinazione di progetti singoli, contratti a lungo termine e accordi quadro e partnership, permettendo flessibilità nell'offerta, stabilizzazione dei ricavi e opportunità di crescita a lungo termine con clienti chiave. Differens si rivolge a segmenti di clientela differenziata. In particolare, essa si rivolge ad aziende in cerca di una presenza online rafforzata o di una strategia digitale, ad aziende in fase di digital transformation, alla PA e a qualsiasi azienda o entità in cerca di servizi di marketing, comunicazione online e produzione video. Le fonti di reddito della Società sono differenti. Tra queste vi sono la fornitura di servizi di consulenza e strategia digitale; design, sviluppo e implementazione di soluzioni digitali; servizi di marketing digitale, inclusa la pubblicità pay-per-click, SEO, social media marketing, ecc.; la produzione video e *storytelling*. La società vanta una buona rete di partner, tra questi in particolare NPO Sistemi, Targa Telematics e Google come indicato dal possesso della certificazione Google Partner.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti

24 novembre 2023

Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

GSM: +39.335.12.66.209

[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

3.3 Dati contabili

Di seguito si riportano lo Stato Patrimoniale e i dati prospettici del Conto Economico delle due Società oggetto della seguente perizia.

3.3.1 Dati contabili Adasta Media S.R.L.

	2022	2023
Receivables due from shareholders	0	0
Intangible Assets	164.573	257.537
Tangible Assets	11.264	8.948
Long Term Investments	0	0
Long Term Assets	175.837	266.485
Inventory	0	0
Trade receivables	961.836	582.221
Trade payables	(598.267)	(509.859)
Operating Working Capital	363.568	72.363
<i>Percentage of Net Sales %</i>	<i>21,8%</i>	<i>3,2%</i>
Other current assets	142.657	575.931
Other current liabilities	(190.312)	(135.113)
Net Working Capital	315.913	513.180
Severance Indemnity (TFR)	(40.460)	(40.355)
Other provisions	(22.308)	(22.308)
Net Invested Capital	428.982	717.002
Equity	341.442	579.927
Net Financial Debts	87.540	34.867
Equity & Net Debts	428.982	614.794

Stato Patrimoniale presente nel Business Plan di Adasta Media S.R.L.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209

@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

	2022	2023	2024	2025	2026
Revenues	1.671.460	2.254.884	2.677.435	3.209.967	3.974.500
Programmatic	878.018	1.188.629	1.604.673	2.063.151	2.674.500
Non Programmatic	379.421	199.934	306.278	468.664	700.000
Content Syndication	414.021	866.321	766.484	678.152	600.000
COGS	1.084.096	1.491.799	1.790.393	2.215.872	2.808.984
Concessioni	629.557	852.071	1.112.484	1.461.582	1.933.257
Fee Media e di Piattaforma per Clienti Diretti	19.758	40.150	61.505	94.114	140.570
Content Syndication Fee	255.977	373.310	330.289	292.226	258.549
DN (kickbacks)	56.497	62.226	95.324	145.863	217.862
Compensi e Provvigioni Venditori	18.832	21.418	26.773	33.466	41.832
Server	103.475	142.625	164.019	188.621	216.914
Gross Profit	587.364	763.085	887.042	994.095	1.165.516
Gross Profit margin %	35%	34%	33%	31%	29%
Operating Costs	472.500	401.955	523.791	559.985	601.873
Marketing	24.860	8.903	11.234	14.347	18.532
IT	4.142	3.927	6.295	7.859	10.097
G&A	96.221	100.848	133.222	148.867	167.682
HR	347.277	288.277	373.040	388.912	405.562
EBITDA	114.863	361.130	363.251	434.110	563.643
EBITDA margin %	7%	16%	14%	14%	14%
D&A	0	15.668	75.495	82.328	69.317
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Income	60.275	(594)	0	0	0
EBIT	175.138	344.868	287.756	351.782	494.326
Interest Expenses	1.666	4.175	571	150	0
EBT	173.472	340.693	287.185	351.632	494.326
Income Taxes	26.645	102.208	86.156	105.490	148.298
Net Income	146.827	238.485	201.030	246.142	346.028

Dati prospettici del Conto Economico presente nel Business Plan di Adasta Media S.R.L.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

3.3.2 Dati contabili Differens S.R.L.

	2022	2023
Receivables due from shareholders	0	0
Intangible Assets	36.552	29.117
Tangible Assets	136.683	132.244
Long Term Investments	0	0
Long Term Assets	173.235	161.360
Inventory	0	0
Trade receivables	147.440	110.399
Trade payables	(7.647)	0
Operating Working Capital	139.794	110.399
<i>Percentage of Net Sales %</i>	<i>33,0%</i>	<i>20,4%</i>
Other current assets	78.079	215.280
Other current liabilities	(115.080)	(134.103)
Net Working Capital	102.793	191.576
Severance Indemnity (TFR)	(60.535)	(57.994)
Other provisions	(492)	(319)
Net Invested Capital	215.001	294.624
Equity	31.873	133.320
Net Financial Debts	183.128	161.303
Equity & Net Debts	215.001	294.624

Stato Patrimoniale presente nel Business Plan di Differens S.R.L.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209

@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

	2022	2023	2024	2025	2026
Revenues	424.211	540.911	898.551	1.125.741	1.542.630
Web Agency	331.615	316.873	539.925	707.925	1.025.850
E-Learning	59.286	166.038	258.876	312.816	353.580
SaaS and new products	0	0	99.750	105.000	163.200
Other revenues	33.310	58.000	0	0	0
COGS	17.549	11.544	145.780	191.620	277.385
Agents' commission	0	0	129.582	169.902	246.204
Partners' commission	0	0	16.198	21.718	31.181
Subcontracting expenses	17.549	11.544	0	0	0
Gross Profit	406.662	529.367	752.771	934.121	1.265.246
Gross Profit margin %	96%	98%	84%	83%	82%
Operating Costs	358.816	363.618	637.731	736.539	879.533
Marketing	0	4.312	47.000	49.350	51.818
IT	2.021	6.538	12.846	16.415	21.098
G&A	113.691	137.063	150.770	165.847	182.431
HR	243.105	215.705	427.115	504.928	624.187
EBITDA	47.846	165.748	115.041	197.582	385.712
EBITDA margin %	11%	31%	13%	18%	25%
D&A	17.488	17.788	17.471	27.348	33.590
Interest Income	0	0	0	0	0
Other Income	1	0	0	0	0
EBIT	30.359	147.960	97.570	170.234	352.122
Interest Expenses	9.344	3.036	2.975	2.393	1.806
EBT	21.015	144.924	94.595	167.841	350.316
Income Taxes	1.519	43.477	28.379	50.352	105.095
Net Income	19.496	101.447	66.217	117.489	245.221

Dati prospettici del Conto Economico presente nel Business Plan di Differens S.R.L.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

24 novembre 2023

4. Metodi di valutazione di un'azienda

I metodi astrattamente utilizzabili per la valutazione economica di un'azienda sono:

- 1) metodi patrimoniali;
- 2) metodi reddituali;
- 3) metodi empirici;
- 4) metodi finanziari.

Di volta in volta, oltre che sulla base di quelle che sono le variabili meglio espressive del valore dell'azienda oggetto del conferimento, la scelta del metodo di stima più adatto deve essere effettuata anche sul fondamento del grado di dettaglio delle informazioni acquisibili.

4.1 Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali riconducono la stima del valore di un complesso aziendale al valore corrente del suo patrimonio netto, eventualmente comprensivo – nei metodi patrimoniali complessi - del valore dei beni immateriali non rilevati contabilmente.

Il valore aziendale viene così determinato in funzione dell'impiego di capitale che un generico imprenditore dovrebbe sostenere per dare vita ad una nuova impresa dotata di una struttura patrimoniale identica per attività e passività a quella del complesso aziendale oggetto di stima.

L'applicazione dei metodi patrimoniali avviene in genere secondo il seguente percorso valutativo:

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

GSM: +39.335.12.66.209

[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122

Piazza Arnoldo Mondadori 1

Tel: +39.02.3116.9760

Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198

Via Claudio Monteverdi 16

Tel: +39.06.9835.5295

Fax: +39.06.9838.0669

24 novembre 2023

-
- individuazione degli elementi attivi e passivi inclusi nel perimetro del complesso aziendale da valutare;
 - stima analitica del loro valore corrente di sostituzione, con rettifica del valore contabile di rilevazione nella situazione patrimoniale di riferimento, considerati anche i riflessi fiscali potenziali correlati alle plusvalenze e minusvalenze eventualmente esplicitate;
 - determinazione del patrimonio netto rettificato - comprensivo o meno dei beni immateriali non contabilizzati - quale somma algebrica del valore corrente delle attività e delle passività (o mediante rettifica del patrimonio netto contabile delle plusvalenze/minusvalenze risultanti dalla differenza tra valore corrente e valore contabile dei singoli cespiti).

Il limite dei metodi patrimoniali consiste nella difficoltà di identificare distintamente le, e di attribuire un valore equo alle, componenti intangibili del capitale. Ne discende che – anche nei casi in cui questi metodi siano ritenuti accettabili – non si può prescindere da una verifica e/o integrazione reddituale del valore. La verifica è necessaria per stabilire se il valore dei beni distintamente valutati conduce ad un valore complessivo, al minimo, coerente con le potenzialità reddituali dell'azienda. L'integrazione si rende invece necessaria quando, oltre alle singole componenti del patrimonio, emerge la consistenza economica di un valore di avviamento.

4.1.2 Metodi basati sui costi

Il valore di un bene, sia esso tangibile o intangibile, viene calcolato attraverso la determinazione della quantità di risorse monetarie sostenute in passato per ottenere le attuali caratteristiche del bene intangibile oggetto di analisi. I metodi di stima si classificano in base ai diversi costi sostenuti:

- 1) costo storico;
- 2) costo storico rivalutato;

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

-
- 3) costo di sostituzione o riproduzione;
 - 4) costo della perdita.

Costo storico

Per individuare il costo storico occorre studiare le varie fasi del ciclo di vita del bene. In particolare, per un bene intangibile:

- ✓ costi di ideazione;
- ✓ costi di design;
- ✓ costi di registrazione;
- ✓ costi di promozione.

Alcune spese, quali quelle legate alla promozione, alla sponsorizzazione, alla comunicazione e alla pubblicità in genere, possono verosimilmente generare un nesso di causa ed effetto tra costo e volumi di affari, per effetto della notorietà scaturente al titolare del bene intangibile e ai suoi prodotti dalle campagne pubblicitarie e promozionali.

Costi storici rivalutati

I costi storici vengono rivalutati per tenere conto del mutato valore della moneta negli anni.

Un affinamento del metodo consiste nella rivalutazione dei costi sostenuti per tenere conto dell'inflazione registrata nel periodo successivo al sostenimento dei singoli costi.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

Costi di sostituzione e perdita

I costi di sostituzione sono i costi virtuali che sarebbe necessario sostenere per disporre di un bene intangibile equivalente per utilità a quello studiato. I costi di perdita stimano i prevedibili margini differenziali negativi che l'imprenditore sosterebbe se si privasse del bene.

Altra alternativa fondata sulla considerazione dei costi di costituzione e sostegno del bene intangibile è quella basata sul costo di riproduzione. In tal caso, si considerano gli investimenti da effettuarsi per avere un bene intangibile del tutto simile a quello da stimare.

I modelli basati sui costi risultano affidabili, in quanto qualunque analisi del valore di un bene intangibile deve passare attraverso la storia passata di creazione dello stesso, in modo da individuare quali siano stati i drivers di valore del bene intangibile.

4.2 Metodi reddituali

I metodi reddituali determinano il valore di un'azienda in funzione delle prospettive di reddito che essa manifesta. Nello specifico, il valore è ottenuto mediante attualizzazione dei redditi che si prevede saranno conseguiti in futuro.

I metodi in esame possono essere utilizzati per valutazioni cd. equity side o valutazioni cd. asset side a seconda che la formula di valutazione sia volta alla stima in via diretta e immediata del capitale proprio investito dagli azionisti (equity) oppure del capitale investito nell'attività aziendale (*firm value*). In tale ultimo caso la stima del capitale economico si ottiene poi sottraendo al *firm value* il valore di mercato della posizione finanziaria netta.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

24 novembre 2023

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

Tra i procedimenti reddituali equity side più diffusamente utilizzati vi sono:

- la formula della rendita perpetua, che nella versione con reddito medio atteso può essere così rappresentata:

$$W = R/I$$

con:

R: reddito annuo medio normale atteso per il futuro;

i: tasso di attualizzazione.

e

- la formula che scompone in flussi in due periodi: il primo di previsione analitica per n anni, il secondo di previsione sintetica a mezzo del cd. valore terminale all'n-esimo anno, a sua volta attualizzato. Essa può essere così rappresentata:

$$W = \sum_1^n R_i \times v^i + V_T \times v^n$$

con:

R_i: reddito dell'anno i-esimo;

v_i: fattore di attualizzazione in base al tasso i;

V_T: valore terminale;

vⁿ: fattore di attualizzazione in base al tasso n.

L'applicazione del metodo reddituale pone problemi relativi alla scelta dei redditi attesi e del tasso di attualizzazione da adottare.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

In presenza di aziende sostanzialmente stabili il reddito producibile (e distribuibile) tende a coincidere con i flussi di cassa generabili dall'azienda medesima. In tale circostanza, pertanto, il valore reddituale è pari a quello ottenuto con l'applicazione del metodo finanziario.

Con prospettive di sviluppo o declino delle potenzialità economiche aziendali, invece, i metodi reddituali non consentono di considerare agevolmente i flussi di investimento e disinvestimento collegati alle suddette dinamiche. In tali casi risultano più facilmente applicabili i metodi finanziari (o quelli fondati sulla creazione di valore).

4.3 Metodi empirici: il metodo dei multipli

I metodi empirici, facendo principalmente riferimento al mercato, possono a loro volta essere utilizzati quale riscontro a conferma delle valutazioni ottenute attraverso l'applicazione dei metodi fondamentali (reddituale e misto). I principali approcci empirici comprendono il metodo del prezzo delle azioni quotate in Borsa, le metodologie dei moltiplicatori e, infine, quella dei parametri rilevanti per particolari settori (la testata nelle aziende editrici, la capacità di raccolta negli istituti finanziari, il portafoglio premi per le imprese assicurative ecc.). Tramite l'uso dei moltiplicatori si può determinare il valore economico di un'azienda.

Tale metodologia trova attualmente una buona diffusione soprattutto a livello internazionale. Si stima il valore dell'impresa utilizzando appositi coefficienti, moltiplicatori o multipli, che si ottengono rapportando il valore di mercato di imprese simili a quella da valutare alle loro grandezze contabili (utile netto, reddito operativo ecc.). Ai fini della valutazione di un'impresa i

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

multipli più diffusi sono: Price on Earnings (P/E) ratio; multiplo del reddito operativo (Ebit); Price on Sales (P/S) ratio; multiplo del margine operativo lordo (Mol); Price-Book Value ratio.

Per le operazioni di corporate finance la metodologia dei moltiplicatori è particolarmente diffusa in presenza di operatori provenienti dai Paesi anglosassoni e del nord Europa. Operativamente la tecnica in oggetto è caratterizzata dalle seguenti fasi:

- individuazione delle imprese simili (comparabili);
- calcolo dei moltiplicatori considerando i valori di tali imprese;
- confronto delle caratteristiche e dei profili di rischio operativo/finanziario della società da valutare e di quelle simili;
- scelta e applicazione dei moltiplicatori.

Attraverso l'utilizzo della metodologia dei moltiplicatori si cerca di individuare un range di valori utili alla verifica delle elaborazioni analitiche (metodologie di base). Le caratteristiche delle società simili ne guidano la scelta. Tali caratteristiche possono riassumersi in:

- medesimi settori e mercati geografici;
- analoga posizione competitiva;
- simili dimensioni e caratteristiche relativamente a: fatturato; capitale investito; tassi di crescita; strutture finanziarie ecc.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

4.4 I metodi finanziari

Il valore di un'azienda, o di un ramo d'azienda, viene determinato sulla base del valore attuale dei flussi che da essa verranno generati in futuro. Questo metodo si basa sulla volontà di trovare un'applicazione alla formula:

$$\sum_{t=1}^{\infty} \frac{FC_t}{(1+k)^t}$$

Dove:

FC_t = flusso di cassa nel tempo t ;

k = tasso di attualizzazione pari al costo del capitale.

I metodi finanziari sono sostanzialmente analoghi a quelli in uso per la valutazione del sistema aziendale nel suo complesso. Tuttavia, nella pratica l'applicazione della precedente formula sconta un grado di incertezza dovuto a diversi elementi:

- ✓ è impossibile conoscere precisamente i flussi di cassa futuri;
- ✓ esistono difficoltà nel calcolare il costo del capitale da utilizzare quale tasso di attualizzazione;
- ✓ anche se fosse possibile stimare i flussi, sarebbe comunque impossibile stimarli tutti fino all'infinito.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

5. Valutazione delle società Adasta Media S.R.L. e Differens S.R.L.

Le singole scelte effettuate in ordine alla definizione dei parametri impiegati per la stima del valore delle due Società oggetto della perizia non possono essere considerate singolarmente, ma nel loro complesso, atteso che esse rappresentano il mezzo al fine della valutazione delle due Società. Ne consegue che la determinazione di ciascuno dei parametri è condizionata (allo stesso tempo influenza) dalla scelta degli altri parametri valutativi in un processo di reciproca compensazione delle caratteristiche quali-quantitative degli stessi. Il fine è giungere all'individuazione di un valore ragionevolmente attendibile, stanti i presupposti e i limiti della presente stima, del valore delle due Società oggetto della presente perizia, Adasta Media S.R.L. e Differens S.R.L.

Per la presente perizia si procede mediante l'impiego del metodo reddituale per la valutazione delle due società. Come descritto nella parte teorica relativa ai metodi di valutazione d'azienda, il metodo reddituale rappresenta una delle metodologie fondamentali, non sintetiche, di valutazione. Successivamente, è svolta una verifica dei valori ottenuti dal metodo reddituale tramite una metodologia di controllo. Il metodo di controllo selezionato e utilizzato nella presente perizia è quello dei multipli. Questo permette, in aggiunta rispetto al metodo reddituale, una valutazione che tenga conto dei *comparables* delle aziende oggetto di valutazione. In particolare, la decisione di adoperare il metodo dei multipli per effettuare una comparazione con le altre società presenti sui mercati quotati assume ancora più rilievo considerando che la società Execus S.p.A., che integra le

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

due società oggetto della perizia, è quotata. Pertanto, l'utilizzo di un metodo di controllo basato su dati di mercato, come il metodo dei multipli, appare coerente nel contesto dell'operazione.

5.1 Metodo reddituale

Poiché l'applicazione di tale metodologia richiede di stimare la redditività che prudenzialmente l'impresa sarà in grado di generare in prospettiva, è necessario identificare il reddito operativo dell'impresa, ossia il risultato economico della sola gestione economica caratteristica (EBIT). Di conseguenza, occorre riclassificare il conto economico.

Ciò consente di non "inquinare" la valutazione con risultati straordinari che non si potranno registrare con continuità nel tempo. A seguito della riclassificazione del prospetto del conto economico è possibile procedere alla valutazione.

Al fine di procedere con una stima al quanto più veritiera dei i risultati reddituali conseguibili negli esercizi futuri dall'impresa lo Scrivente reputa opportuno ipotizzare che questi saranno pari almeno al valore medio registrato negli anni 2020, 2021, 2022 e 2023. Per l'esercizio 2023 viene utilizzato come risultato reddituale potenzialmente conseguibile la stima effettuata nel business plan delle due società oggetto della presente perizia, Adasta Media S.R.L. e Differens S.R.L..

Tale stima si basa sui dati effettivamente realizzati dalle due società fino al momento della redazione del business plan e opportune ipotesi ritenute veritiere per calcolare il valore della grandezza dell'EBIT al termine dell'esercizio 2023.

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

24 novembre 2023

Quale tasso di attualizzazione (i) viene considerato il costo del capitale stimato per il settore dell'advertising in Europa utilizzando il modello proposto dal Professor Aswath Damodaran.

Secondo tale modello, il tasso di attualizzazione è pari a 9,81%.

In via prudentiale, inoltre, nella valutazione non viene considerato alcun tasso di crescita (g).

Di seguito si riporta una tabella di sintesi dei valori utilizzati e delle stime del valore delle due società:

ADASTA MEDIA S.R.L.					
METODO REDDITUALE	2020	2021	2022	2023	MEDIA
EBIT	136.748	32.305	175.138	344.868	172.265
tasso di attualizzazione (i)	9,81%	9,81%	9,81%	9,81%	9,81%
CAPITALE ECONOMICO (EV)	1.393.965	329.307	1.785.301	3.515.474	1.756.012

DIFFERENS S.R.L.					
METODO REDDITUALE	2020	2021	2022	2023	MEDIA
EBIT	22.055	12.202	30.359	147.960	53.144
tasso di attualizzazione (i)	9,81%	9,81%	9,81%	9,81%	9,81%
CAPITALE ECONOMICO (EV)	224.822	124.383	309.470	1.508.257	541.733

L'applicazione del criterio di valutazione reddituale, mediante l'attualizzazione del reddito operativo, consente di giungere a un valore delle due società come segue:

- **ADASTA MEDIA S.R.L. pari a 1.756.012 euro;**
- **DIFFERENS S.R.L. pari a 541.733 euro.**

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

5.2 Metodo empirico dei multipli

Al fine di verificare il valore attribuito alle due società oggetto della perizia si ritiene opportuno applicare un secondo metodo di valutazione: il metodo empirico dei multipli.

I multipli utilizzati per la stima del valore economico delle due società oggetto della presente perizia sono quelli proposti dal Professor Aswath Damodaran, riconosciuti e utilizzati a livello globale. In particolare, ai fini della valutazione delle due società sono stati selezionati i multipli dell'EBITDA e dell'EBIT relativi al settore dell'advertising nel continente europeo.

Il valore economico delle due società viene, quindi, stimato moltiplicando i multipli EV/EBITDA e EV/EBIT per il valore contabile medio di riferimento dei tre anni dal 2021 al 2023.

Successivamente, ottenuti i due valori economici per ciascuna società, si è ritenuto opportuno considerare come valore economico la media delle due valutazioni ottenute. Di seguito si riporta una tabella di sintesi con i dati di input e l'output del valore economico delle due società oggetto della perizia.

ADASTA MEDIA S.R.L.

EV/EBITDA DAMODARAN	10,52			
ANNO	2021	2022	2023	MEDIA
EBITDA	32.305	114.863	361.130	169.433
CAPITALE ECONOMICO (EV)	339.849 €	1.208.359 €	3.799.088 €	1.782.432 €

EV/EBIT DAMODARAN	14,82			
ANNO	2021	2022	2023	MEDIA
EBIT	32.305	175.138	344.868	184.104
CAPITALE ECONOMICO (EV)	478.760 €	2.595.545 €	5.110.944 €	2.728.416 €

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

VALORE MEDIO VALUTAZIONI ADASTA MEDIA S.R.L. 2.255.424 €

DIFFERENS S.R.L.

EV/EBITDA DAMODARAN	10,52			
ANNO	2021	2022	2023	MEDIA
EBITDA	11.397	47.846	165.748	74.997
CAPITALE ECONOMICO (EV)	119.896 €	503.340 €	1.743.669 €	788.968 €

EV/EBIT DAMODARAN	14,82			
ANNO	2021	2022	2023	MEDIA
EBIT	12.202	30.359	147.960	63.507
CAPITALE ECONOMICO (EV)	128.365 €	319.377 €	1.556.539 €	941.174 €

VALORE MEDIO VALUTAZIONI DIFFERENS S.R.L. 865.071 €

L'applicazione del criterio di valutazione tramite multipli consente di giungere a un valore delle due società oggetto della perizia come segue:

- **ADASTA MEDIA S.R.L. pari a 2.255.424 euro;**
- **DIFFERENS S.R.L. pari a 865.071 euro.**

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

24 novembre 2023

6. Conclusioni

Al termine della presente relazione di stima, redatta in ossequio al dispositivo di cui al comma 2, lettera b) dell'art. 2343 ter del codice civile, con oggetto la valutazione del valore economico delle due società Adasta Media S.R.L. e Differens S.R.L., tenuto conto delle valutazioni operate con i criteri sin qui esposti e in base alle informazioni e ai dati a disposizione, date tutte le considerazioni illustrate e avendo applicato e rispettato il criterio essenziale della prudenza, lo Scrivente, che dichiara di godere dei requisiti di indipendenza richiesti dall'art. 2343 ter, comma 2, lettera b) del codice civile, stima che alle quote di partecipazione delle due società oggetto della perizia possa essere attribuito in via prudenziale un valore non inferiore a quanto di seguito riportato:

- **ADASTA MEDIA S.R.L. (100%) pari a 2.005.718 euro;**
- **DIFFERENS S.R.L. (100%) pari a 703.402 euro.**

come risultato della media aritmetica dei metodi proposti dalla migliore dottrina e utilizzati dalla migliore pratica professionale.

Di seguito si riporta il valore delle quote oggetto del conferimento, e, in particolare, del 51% e del 25,50% rispettivamente di Differens S.R.L. e di Adasta Media S.R.L.:

- **ADASTA MEDIA S.R.L. (25,50%) pari a 511.458 euro;**
- **DIFFERENS S.R.L. (51%) pari a 358.735 euro.**

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

24 novembre 2023

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

I valori sopra attestati indicano i valori alla data odierna delle quote di partecipazione delle due società oggetto di valutazione della presente perizia. Tuttavia, si riporta che, al verificarsi dei presupposti relativi all'*earn out* previsti tra le parti, il valore delle partecipazioni delle società Adasta Media S.R.L. e Differens S.R.L. può essere collocato nella fascia alta dei valori che scaturiscono dalle valutazioni effettuate nella presente perizia.

Di seguito, si mette in luce come tali valori siano collocati nella fascia alta, per l'intera partecipazione delle società Adasta Media S.R.L. e Differens S.R.L.:

- **ADASTA MEDIA S.R.L. (100%) pari a 2.728.416 euro;**
- **DIFFERENS S.R.L. (100%) pari a 941.174 euro;**

e per le quote del 25,5% di Adasta Media S.R.L. e del 51% di Differens S.R.L.:

- **ADASTA MEDIA S.R.L. (25,50%) pari a 695.746 euro;**
- **DIFFERENS S.R.L. (51%) pari a 479.998 euro.**

In considerazione dei valori sopraindicati è possibile attestare che il valore delle quote di partecipazione conferite di entrambe le Società oggetto della presente perizia è almeno pari all'intero aumento (maggiorato del sovrapprezzo), comprendente anche il valore delle azioni assegnate a titolo di *earn out*.

In particolare, dall'analisi dei documenti, per la Società Differens S.R.L. risulta quanto segue: aumento di capitale per un controvalore, inclusivo di sovrapprezzo, pari a complessivi massimi Euro 450.000, di questi Euro 99.999, inclusivi di sovrapprezzo, sono inscindibili e Euro 350.001,00, inclusivi di sovrapprezzo, sono scindibili e collegati al raggiungimento di taluni obiettivi di

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

EBITDA 2023 come meglio specificato nella *Letter Of Intent* (LOI) sottoscritta tra le parti (*Earn Out / Aggiustamento Prezzo*).

Per quanto riguarda la Società Adasta Media S.R.L., dall'analisi dei documenti emerge quanto segue: aumento di capitale per un controvalore, inclusivo di sovrapprezzo, pari a complessivi massimi Euro 669.999, di questi Euro 446.250, inclusivi di sovrapprezzo, sono inscindibili e Euro 223.749 inclusivi di sovrapprezzo, sono scindibili e collegati al raggiungimento di taluni obiettivi di EBITDA 2023 (fino a massimo massimo Euro 63.750) e PFN (Posizione Finanziaria Netta) al 31.12.2023 (fino a massimo Euro 159.999) come meglio specificato nella LOI sottoscritta tra le parti (*Earn Out / Aggiustamento Prezzo*).

Di seguito si riportano le tabelle di sintesi con i valori ottenuti nelle diverse ipotesi di valutazione e il valore economico attuale finale.

	ADASTA MEDIA S.R.L.	DIFFERENS S.R.L.
Quota	100%	100%
Metodo reddituale	1.756.012 €	541.733 €
Metodo dei multipli Damodaran	2.255.424 €	865.071 €
Valore economico attuale della società	2.005.718 €	703.402 €

	ADASTA MEDIA S.R.L.	DIFFERENS S.R.L.
Quota	25,5%	51%
Valore economico attuale della società	511.458 €	358.735 €

Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

Nelle tabelle di seguito riportate si riporta in maniera sintetica i valori della fascia alta ottenuti dalle valutazioni effettuate nell'ambito della presente perizia.

	ADASTA MEDIA S.R.L.	DIFFERENS S.R.L.
Quota	100%	100%
Valore economico della società fascia alta	2.728.416 €	941.174 €

	ADASTA MEDIA S.R.L.	DIFFERENS S.R.L.
Quota	25,5%	51%
Valore economico della società fascia alta	695.746 €	479.998 €

Milano, 24 novembre 2023

Prof. Dott. Claudio Cacciamani



Prof. Dott. Claudio Cacciamani

Perizia di stima

Laurea in Economia Aziendale
Laurea in Giurisprudenza
Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari
Abilitato alla professione di Dottore Commercialista
Revisore ufficiale dei conti
Iscritto all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano
MRICS (Member of Royal Institution of Chartered Surveyors)

24 novembre 2023

GSM: +39.335.12.66.209
[@mail: claudio.cacciamani@studiocacciamani.com](mailto:claudio.cacciamani@studiocacciamani.com)

Milano (I) – 20122
Piazza Arnoldo Mondadori 1
Tel: +39.02.3116.9760
Fax: +39.0521.03.23.97

Roma (I) – 00198
Via Claudio Monteverdi 16
Tel: +39.06.9835.5295
Fax: +39.06.9838.0669

7. Bibliografia ed emerografia di riferimento

Ambroso O., 2001, *Customer Relationship marketing*, Etas, Milano.

Anderson E.W. Mittal V., 2000, "*Strengthening the Satisfaction-Profit Chain*", Journal of Service Research, Vol.3 No.2.

Baruch L., 2003, *Intangibles-Management, Measurement and Reporting*, Brooking Institution Press.

Bertoldi B., 2003, *Marketing, Creazione di Valore e Capitale Cliente*, Giappichelli Editore, Torino.

Blattberg R.C. Deighton J. gen-feb., 1997, "*L'equilibrio ottimale del customer equity*", Harvard Business Review.

Blattberg R.C., Getz G., Thomas J.S., 2001, *Customer Equity*, HBS Press Books.

Bolton, Ruth N. e Drew J.H., 1991, "*A multistage model of customers' assessments of service quality and value*", Journal of Consumer Research, No. 17- marzo.

Brealey R.A., Myers S.C., Sandri S., *Principi di finanza aziendale*, McGraw-Hill Libri Italia srl, Milano, 1999.

Cacciamani C., "*Valutare, misurare e contabilizzare Intangibles e Capitale intellettuale*" Milano 25-26 giugno 2007.

Damodaran A., *Valutazione delle aziende*, Apogeo, Milano, 2002.

Dekimpe e Hanssens, 1995, "*Empirical Generalizations about market evolution and stationarity*", Marketing Science, Vol.14 No.3.

Guatri L., *Il Giudizio Integrato di Valutazione*, EGEA, Milano, 2000.

Guatri L., Bini M., "*Valutazione delle aziende*", UBE, 2005, Milano.