

**RELAZIONE DI STIMA AI SENSI DELL'ART. 2343-TER,
SECONDO COMMA, DEL CODICE CIVILE
IN RELAZIONE AL
CONFERIMENTO DELLE PARTECIPAZIONI NELLA D&P S.R.L.
DETENUTE DAI SOCI**

- **ALDEBARAN INVESTMENTS S.R.L.**
- **PFP S.R.L.**

A FAVORE DELLA FINANCE FOR FOOD S.P.A. - SOCIETA' BENEFIT

1	PREMESSA.....	4
1.1	L'oggetto dell'incarico.....	4
1.2	Il contesto normativo dell'incarico.....	5
1.3	La documentazione esaminata.....	5
1.4	La data di riferimento.....	6
1.5	I presupposti e le limitazioni.....	6
2	LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE IN ESAME.....	8
2.1	L'operazione di conferimento nel suo complesso e l'oggetto dei conferimenti.....	8
2.2	I soggetti conferenti.....	9
2.2.1	<i>La Aldebaran Investments S.r.l.</i>	9
2.2.2	<i>La PFP S.r.l.</i>	10
2.3	Il soggetto conferitario: Finance for Food S.p.A. – Società Benefit.....	11
2.4	La descrizione della società i cui titoli rappresentativi il capitale sociale sono oggetto di conferimento.....	12
2.4.1	<i>Le Quote D&P ed il complesso aziendale di proprietà della D&P S.r.l.</i>	12
2.5	Il <i>business plan</i> 2024-2027.....	14
3	I PRINCIPI E METODI DI RIFERIMENTO IN MATERIA DI VALUTAZIONE DI AZIENDA.....	16
3.1.1	<i>Il metodo patrimoniale</i>	16
3.1.2	<i>Il metodo reddituale</i>	17
3.1.3	<i>I metodi misti patrimoniale – reddituale</i>	17
3.1.4	<i>Il metodo finanziario</i>	17
3.1.5	<i>I metodi di mercato (o relativi)</i>	19
3.2	La valutazione dei gruppi e delle holding di gruppo.....	20
3.2.1	<i>Il metodo del consolidamento</i>	20
3.2.2	<i>Il metodo della somma delle parti</i>	20
4	LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE UTILIZZATO.....	21
5	L'APPLICAZIONE DEL METODI DI VALUTAZIONE PRESCELTO.....	22
5.1	La valutazione secondo il metodo finanziario.....	22

5.1.1	<i>I flussi di cassa operativi</i>	22
5.1.2	<i>Il costo medio ponderato del capitale</i>	22
5.1.3	<i>Il costo dell'indebitamento</i>	22
5.1.4	<i>Il costo del capitale di rischio</i>	23
5.1.5	<i>Il valore terminale</i>	24
5.1.6	<i>La posizione finanziaria netta</i>	24
5.1.7	<i>Il valore del 100% capitale economico della D&P</i>	24
5.1.8	<i>L'analisi di sensitività</i>	25
6	CONCLUSIONI.....	26

1 PREMESSA

1.1 L'oggetto dell'incarico

Il sottoscritto Lorenzo Taglione, nato ad Arpino (FR) il 12 dicembre 1992, dottore commercialista iscritta presso l'Ordine dei Commercialisti e degli Esperti Contabili di Cassino al n° 682 sezione A, revisore legale iscritta al Registro dei Revisori Legali, istituito presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, al n° 181354 (l'"Esperto" o lo "Scrivente") è stato incaricato, in data 7 marzo 2025, dal dottor Gianluca Postiglione, Amministratore Unico PFP S.r.l. (la "PFP"), con sede legale in Roma (RM), via Barberini n. 50, Codice Fiscale e numero di iscrizione al Registro Imprese n. 17714021007, Numero REA RM-1736736, e dalla dottoressa Isabella Selmin, Amministratore Unico della Aldebaran Investments S.r.l. (la "Aldebaran" e, congiuntamente alla PFP i "Soci Conferenti"), con sede legale in Roma (RM), piazza Giuseppe Mazzini n. 27, Codice Fiscale e numero di iscrizione al Registro Imprese n. 17397471008, Numero REA RM-1716063, di redigere una Relazione di stima, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2343-ter, secondo comma, del Codice Civile (la "Relazione") in relazione ad una prospettata operazione di conferimento del complessivo 43,6% delle partecipazioni, detenute dalla PFP e dalla Aldebaran, nel capitale sociale della D&P S.r.l. (la "D&P" o "Società" e, con riferimento al conferimento, il "Conferimento"), con sede legale in Roma (RM), piazza Giuseppe Mazzini n. 27, Codice Fiscale e numero di iscrizione al Registro Imprese n. 17257891006, REA RM-1706577, con capitale sociale interamente sottoscritto e versato pari ad euro 225.000,00, a beneficio della Finance for Food S.p.A. - Società Benefit, con sede legale in Milano (MI), Via Alessandro Manzoni n. 5, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro Imprese n. 14011661007, REA MI-2575608.

La finalità dell'incarico conferito consiste nell'espressione di un parere professionale, mediante la redazione della relazione di cui all'art. 2343-ter, secondo comma, del Codice civile, che attesti, in primo luogo, il valore equo del ramo d'azienda conferito e, in secondo luogo, che tale valore è almeno pari al valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale soprapprezzo che dovrà essere liberato a fronte del conferimento medesimo.

Lo Scrivente dichiara che la Relazione ha l'esclusivo scopo di attestare il valore delle partecipazioni nell'ambito del prospettato conferimento, conseguentemente, nessun valore totale o parziale delle partecipazioni da conferire potrà essere utilizzato in altra sede per differenti finalità: conseguentemente, lo Scrivente non potrà, in alcun modo, essere ritenuto responsabile, direttamente e/o indirettamente, per qualsiasi eventuale conseguenza pregiudizievole, discendente da decisioni adottate a seguito della lettura della Relazione medesima, nell'ambito di finalità e situazioni differenti rispetto al conferimento in esame.

Le condizioni del presente incarico non prevedono l'aggiornamento dei risultati ottenuti, successivamente alla data di consegna della presente Relazione.

Ai fini di requisiti di professionalità dello Scrivente si precisa che opera nel settore della consulenza finanziaria dedicata alle imprese, ed ha esperienze dirette nel campo della valutazione di complessi societari ed aziendali, nella revisione aziendale e nei cosiddetti *transaction services*.

Per la valutazione del requisito di indipendenza si attesta che lo Scrivente non si trova in alcuna delle condizioni di cui all'art. 2382 del Codice civile; non intercorrono, tra lo Scrivente ed i soci della Società e/o gli organi di amministrazione o controllo, rapporti di cui all'art. 2399 del Codice civile.

1.2 Il contesto normativo dell'incarico

Il d.lgs. 4 agosto 2008 n.142 (in G.U. n. 216 del 15 settembre 2008), entrato in vigore il 30 settembre 2008, ha introdotto nel nostro ordinamento una nuova disciplina concernente la valutazione dei conferimenti diversi dal denaro (i.e. i conferimenti in natura), in attuazione della Direttiva 2006/68/CE, a sua volta modificativa della cd. Seconda Direttiva. La nuova disciplina è racchiusa negli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* del Codice civile, i quali sono stati rivisti con l'emanazione del d.lgs. 224/2010 che ha eliminato alcuni motivi di incertezza interpretativa.

L'intento del legislatore è di consentire alle società di evitare il ricorso ad una apposita perizia giurata allorché siano già disponibili altre valutazioni dei medesimi beni da conferire, sufficientemente attendibili, costituite vuoi dai prezzi di un mercato regolamentato, vuoi dai valori contabili cui il bene si trova già iscritto in un bilancio, piuttosto che da un'altra valutazione già effettuata con modalità differenti.

La lettera b) del secondo comma dell'art. 2343-*ter* consente di avvalersi della valutazione redatta da un esperto indipendente e dotato di adeguata professionalità, dalla quale emergano il valore equo ed i criteri di valutazione adottati. L'equivalenza funzionale con la relazione di stima di cui all'art. 2343, primo comma, deve intendersi perseguita, innanzitutto, tramite il riscontro di precisi requisiti soggettivi di professionalità ed indipendenza in capo all'esperto estensore della perizia. La rilevanza di suddetti requisiti è evidenziata dal procedimento di verifica ex post disciplinato nell'art. 2343-*quater*, nell'ambito del quale costituiscono oggetto di puntuale esame di idoneità, all'esito negativo del quale si deve rinnovare la stima dell'entità conferita in conformità al procedimento generale disciplinato nell'art. 2343 del Codice civile.

1.3 La documentazione esaminata

Al fine dell'espletamento dell'incarico ricevuto è stata esaminata la seguente principale documentazione:

PFP S.r.l.

- Visura ordinaria estratta alla data del 10.03.2025;

Aldebaran Investments S.r.l.

- Visura ordinaria estratta alla data del 10.03.2025;

D&P S.r.l.

- Visura ordinaria estratta alla data del 10.03.2025;
- Statuto in vigore al 10.03.2025;
- Bilancio d'esercizio relativo all'esercizio amministrativo chiuso al 31.12.2023;
- Bilancio d'esercizio relativo all'esercizio amministrativo chiuso al 31.12.2024;
- Situazione economica e patrimoniale al 30.06.2024 ed al 30.09.2024 che sono state approvate, in data 29 ottobre 2024, dal Consiglio di Amministrazione della D&P;
- Situazione economica al 31.03.2025 non approvata dal Consiglio di Amministrazione della D&P;
- Dichiarazione dell'Amministratore Delegato della D&P in ordine all'andamento atteso del valore della produzione nell'esercizio 2025 alla luce del portafoglio lavori alla data del 31.03.2025;

- *Business plan* economico e patrimoniale per gli esercizi 2024-2027, inclusivo di alcune informazioni di carattere patrimoniale (i.e. i tempi attesi di incasso dei crediti commerciali e di pagamento dei debiti commerciali) e relative agli investimenti programmati di capitale (il “**Piano**”), approvato dalla Società in data 29 ottobre 2024;
- Contratto preliminare di cessione quote e diritti di opzione (il “**Contratto**”), sottoscritta in data 04.11.2024 tra la FFF ed i Soci Conferenti.

La documentazione citata è stata fornita dalla Società ed è stata oggetto di discussione con il *management* della Società.

La documentazione citata, insieme ad ogni altra documentazione giudicata utile ai fini dell’esecuzione del presente incarico, è conservata presso lo studio di chi scrive.

1.4 La data di riferimento

La data di riferimento della stima è il 31.03.2025 (la “**Data di Riferimento**”).

Lo Scrivente è stata informato dal *management* della Società e dai Soci FFF, come appresso definiti, che questi non sono a conoscenza di ulteriori informazioni e/o di atti e fatti, oltre a quanto sarà appresso rappresentato, relativi alla D&P, tra la data del 31.03.2025 e la data di redazione della presente Relazione, che possano incidere significativamente sulle conclusioni espresse nella Relazione medesima.

Parimenti chi scrive non è a conoscenza di eventi significativi, intervenuti tra la data di riferimento e la data della Relazione, che possano aver influenzato, o che potrebbero potenzialmente influenzare, in maniera sostanziale e rilevante, i documenti, dati ed assunzioni utilizzati per predisporre la Relazione, nonché le conclusioni della Relazione medesima.

1.5 I presupposti e le limitazioni

Con riferimento ai presupposti ed alle limitazioni della stima è necessario segnalare che:

- si è fatto pieno ed esclusivo affidamento sulla veridicità, accuratezza, rappresentatività e completezza degli elementi informativi forniti dai terzi e conseguentemente, lo Scrivente, pur avendo adempiuto l’incarico con diligenza, professionalità ed indipendenza di giudizio, ma non avendo svolto alcun riscontro su tali aspetti, non si assume alcuna responsabilità in ordine alla veridicità, accuratezza, rappresentatività e completezza degli elementi informativi medesimi. Resta ferma la responsabilità della Società e dei Soci FFF per qualsiasi errore e/o omissione concernente tali documenti, dati e informazioni;
- si è assunto:
 - che le valutazioni delle attività e delle passività, così come le previsioni e le proiezioni economiche, patrimoniali e finanziarie relative alla Società siano state ragionevolmente predisposte e rappresentate sulla base delle più accurate stime ed opinioni, ad oggi disponibili, dal *management* della Società;
 - che esistano tutte le approvazioni ed autorizzazioni legali, regolamentari o di altro tipo, relative all’esercizio dell’attività descritta;
- l’incarico non ha previsto lo svolgimento di alcuna procedura di revisione o di analisi puntuale dei dati contabili relativi alla Società e, in generale, a quanto oggetto di valutazione;

- le analisi svolte non hanno riguardato l'individuazione o la quantificazione di passività potenziali, quali ad esempio quelle di natura fiscale, contrattuale e previdenziale, non riportate nella documentazione esaminata;
- sono stati tenuti in considerazione soltanto gli eventi rilevanti noti alla data della presente Relazione, e non si è tenuto conto del verificarsi di eventi di natura straordinaria ed imprevedibile (ad esempio nuove normative civilistiche, amministrative e fiscali);
- la Relazione è necessariamente riferita, stante i criteri di valutazione utilizzati, alle attuali condizioni economiche e di mercato; è inteso che eventuali sviluppi successivi nelle condizioni di mercato e variazioni delle informazioni messe a disposizione, potrebbero avere un effetto, anche significativo, sulle conclusioni della Relazione;
- ciascuna delle metodologie di valutazione prescelte per l'elaborazione della Relazione, pur rappresentando metodologie riconosciute e ordinariamente utilizzate nella prassi valutativa italiana ed internazionale, presentano comunque delle limitazioni intrinseche;
- tutte le riflessioni, le analisi svolte e le conclusioni di seguito riportate devono essere lette con la continua considerazione delle ipotesi, delle limitazioni a cui è stato sottoposto il lavoro e delle eventuali difficoltà incontrate nel corso dell'espletamento dell'incarico e non possono rispondere ad esigenze conoscitive che esulano dallo specifico contesto di utilizzo della presente Relazione. Nessuna parte di quest'ultima potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto alla Relazione nella sua interezza;
- il valore equo determinato nella presente Relazione non deve essere interpretato come un prezzo di trasferimento dei titoli rappresentativi del capitale della D&P in quanto quest'ultima configurazione di capitale tiene in considerazione, tra l'altro, gli effetti economici di fattori specificamente attribuibili o riferibili alle parti coinvolte in una ipotetica operazione di compravendita, quali, ad esempio: il differente potere contrattuale, lo stato di necessità, le eventuali asimmetrie informative e la valorizzazione di specifiche sinergie e/o economie ritraibili;
- la stima del valore equo non sarà tesa a determinare, e conseguentemente non includerà, il cosiddetto "sconto di minoranza".

2 LINEAMENTI DELL'OPERAZIONE IN ESAME

Nel seguito si presentano brevemente:

- l'operazione di conferimento
- i soggetti conferenti: la Aldebaran Investments S.r.l. e la PFP S.r.l. (la Aldebaran e la PFP, congiuntamente alla FFF, i "Soci FFF");
- il soggetto conferitario: la Finance for Food S.p.A. – società benefit ("FFF")
- la descrizione della Società i cui titoli rappresentativi il capitale sociale sono oggetto di conferimento.

2.1 L'operazione di conferimento nel suo complesso e l'oggetto dei conferimenti

L'operazione di conferimento in oggetto si inserisce nel contesto di un progetto di sviluppo della FFF che prevede, in funzione dell'ampliamento della gamma dei servizi offerti, l'integrazione di realtà della consulenza aziendale dotate di elevata specializzazione settoriale: nel dettaglio la D&P opera nel settore energetico, con particolare enfasi su progetti di sviluppo di infrastrutture energetiche, sull'energy management, su progetti di realizzazione di impianti per il trattamento dei rifiuti e di economia circolare, sulla consulenza dell'*operational improvement* per società del settore energetico.

Tale processo, iniziato, nel novembre 2024, con l'acquisizione del 51% del capitale sociale della D&P da parte della FFF, prevede, secondo quello che era stato pianificato, subordinatamente al raggiungimento di determinati obiettivi reddituali della D&P, in sede impostazione del progetto di aggregazione tra la FFF e la D&P, il conferimento del residuo 43,6% del capitale sociale di quest'ultima tutt'ora di proprietà della Aldebaran e della PFP (le "Quote D&P") nel corso dell'esercizio 2025, subordinatamente al soddisfacimento di alcune condizioni contenute nella "Proposta di contratto preliminare di cessione quote e diritti di opzione" conclusa, attraverso lo scambio di corrispondenza, tra la FFF ed i soci della D&P in data 04.11.2024 e la cessione del 5,4% di proprietà di Aldebaran alla FFF.

In particolare, il Contratto prevedeva, tra l'altro, che subordinatamente al raggiungimento, con riferimento all'esercizio amministrativo 2024, di un fatturato almeno pari ad euro 1,1 milioni e di un EBITDA di euro 130.000 (gli "Obiettivi 2024") da parte della D&P, FFF potesse richiedere:

- ad Aldebaran di conferire la propria partecipazione¹, pari al 23,6% del capitale sociale nella FFF a fronte dell'emissione di nuove azioni ordinarie valorizzate al maggiore tra (a) il corso del titolo al momento del conferimento e (b) il *target price* indicato nella più recente *equity research* avente ad oggetto l'azione della FFF, restando inteso, in ogni caso, che (1) il prezzo unitario di emissione delle azioni della FFF rinvenienti dal conferimento, comprensivo del sovrapprezzo, non potrà essere inferiore al prezzo di ammissione delle azioni alle negoziazione all'*Euronext Growth Milan*, pari ad euro 2,40 per azione (la "Call FFF-Aldebaran");
- ad PFP di conferire la propria partecipazione², pari al 20% del capitale sociale nella FFF a fronte dell'emissione di nuove azioni ordinarie valorizzate al maggiore tra (a) il corso del titolo al momento del conferimento e (b) il *target price* indicato nella più recente *equity research* avente ad oggetto l'azione della FFF, restando inteso, in ogni caso, che (1) il prezzo unitario di emissione delle azioni della FFF rinvenienti dal

¹ Si tratta della partecipazione residua al capitale sociale di D&P a seguito della cessione avvenuta nel corso del mese di novembre 2024.

² Si tratta della partecipazione residua al capitale sociale di D&P a seguito della cessione avvenuta nel corso del mese di novembre 2024.

conferimento, comprensivo del sovrapprezzo, non potrà essere inferiore al prezzo di ammissione delle azioni alle negoziazioni all'Euronext Growth Milan, pari ad euro 2,40 per azione (la "Call FFF-PFP").

Il Conferimento delle Quote D&P avverrà a fronte di un aumento di capitale della FFF di complessivi euro 2.999.994,80 realizzato attraverso l'emissione di n. 761.420 azioni ordinarie, ciascuna avente valore nominale implicito pari ad euro 0,01 e sovrapprezzo pari ad euro 3,93, di cui:

- di cui euro 5.583,75 a titolo di valore nominale ed euro 2.194.413,75 a titolo di sovrapprezzo, per un valore complessivo di euro 2.199.997,50 a beneficio di Aldebaran;
- di cui euro 2.030,45 a titolo di valore nominale ed euro 797.966,85 a titolo di sovrapprezzo, per un valore complessivo di euro 799.997,30 a beneficio di PFP.

L'operazione di conferimento delle Quote D&P da parte dei Soci Conferenti può beneficiare del regime del c.d. "realizzo controllato" ai sensi degli artt. 175 e 177 del TUIR assumendo che le partecipazioni possedute da Aldebaran e da PFP in D&P integrino i requisiti per l'applicazione del Regime PEX (i.e., ininterrotto possesso della partecipazione dal primo giorno del dodicesimo mese precedente e iscrizione della partecipazione tra le immobilizzazioni finanziarie nel primo bilancio chiuso durante il periodo di possesso). Come tale, si considera valore di realizzo del conferimento in capo a ciascuno dei Soci Conferenti ai fini della determinazione della eventuale plusvalenza ovvero minusvalenza, per Aldebaran e per PFP, il valore corrispondente alla quota delle voci di patrimonio netto formato da FFF per effetto del conferimento.

2.2 I soggetti conferenti

2.2.1 La Aldebaran Investments S.r.l.

Aldebaran è una società di diritto italiano con sede legale in Roma (RM), piazza Giuseppe Mazzini n. 27, Codice Fiscale e numero di iscrizione al Registro Imprese n. 17397471008, Numero REA RM-1716063, costituita in data 05.12.2023.

Attualmente, la Aldebaran ha per oggetto sociale, tra l'altro:

"... lo svolgimento in via prevalente, non nei confronti del pubblico, della seguente attività:

- *l'assunzione, sotto qualsiasi forma, di partecipazioni azionarie e non azionarie e di interessenze in società ed enti italiani e stranieri, il tutto allo scopo di stabile investimento e non di collocamento o intermediazione nei confronti del pubblico, nonché lo svolgimento delle seguenti attività in favore delle società ed enti ai quali partecipa:*
 - *il finanziamento ed il coordinamento tecnico, finanziario e commerciale;*
 - *La prestazione di servizi amministrativi e logistici;*
 - *La prestazione di avalli, di fidejussioni e di altre garanzie personali e reali, cambiarie e non cambiarie, anche nei confronti di terzi, ma solo in via residuale e strumentale al conseguimento dell'oggetto sociale.*
- *Unicamente per il raggiungimento dell'oggetto sociale e senza che ciò costituisca attività prevalente, la società può compiere, inoltre, tutte le operazioni commerciali, industriali, mobiliari, immobiliari, finanziarie, bancarie, attive e passive, necessarie o utili, anche indirettamente, per il conseguimento dell'oggetto sociale."*

Il capitale sociale della Aldebaran, pari ad euro 150.000,00, sottoscritto per l'intero importo, ma versato per il minor importo di euro 115.000,00, presenta la seguente suddivisione:

Socio	Valore nominale	%
Selmin Isabella	142.500,00	95,0000%
Donnarumma Antonio Giuseppe	7.500,00	5,0000%
Totale	150.000,00	100,00%

Attualmente l'organo gestorio di Aldebaran è costituito da un amministratore unico nella persona della signora Isabella Selmin.

Non è presente l'organo di controllo e non ci sono dipendenti.

2.2.2 La PFP S.r.l.

PFP è una società di diritto italiano con sede legale in Roma (RM), via Barberini n. 50, Codice Fiscale e numero di iscrizione al Registro Imprese n. 17714021007, Numero REA RM-1736736, costituita in data 12.07.2024.

Attualmente, la PFP ha per oggetto sociale, tra l'altro:

"... lo svolgimento non nei confronti del pubblico di attività di natura finanziaria, in particolare l'assunzione di partecipazioni in società e/o enti costituiti o costituendi. Più in particolare la società svolge, nei confronti delle società del gruppo di appartenenza, le seguenti attività: A) assunzione di partecipazioni, intendendosi, per essa, sia l'attività tipica delle "holding" -che acquisisce, detiene e gestisce partecipazioni allo scopo di stabilire legami economici durevoli con le partecipate- sia l'attività di acquisto e alienazione di partecipazioni a capitale di rischio a titolo di investimento di portafoglio; B) servizi di consulenza e supporto commerciale nei confronti delle società parteci; C) prestazione di servizi di pagamento e di tesoreria - intendendosi, per essa, l'attività di incasso, pagamento e trasferimento fondi con conseguenti addebito e accredito dei relativi oneri e interessi, nel rispetto dei limiti, della disciplina e delle procedure previste per lo svolgimento di tali attività....".

Il capitale sociale della PFP è pari ad euro 10.002,00, sottoscritto integralmente, ma versato nel minor importo di euro 5.800,50, ed è detenuto come segue:

Socio	Valore nominale	%
Festino Pierpaolo	3.334,00	33,33%
Paolini Maurizio	3.334,00	33,33%
Postiglione Gianluca	3.334,00	33,33%
Totale	10.002,00	100,00%

Alla data del 10.03.2025, l'organo gestorio di PFP è costituito da un amministratore unico nella persona del signor Gianluca Postiglione.

La PFP non è dotata di un organo di controllo e non ha dipendenti.

2.3 Il soggetto conferitario: Finance for Food S.p.A. – Società Benefit

La FFF è una società di diritto italiano con sede legale in Milano (MI), Via Alessandro Manzoni n. 5, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro Imprese n. 14011661007, Numero REA MI-2575608, costituita in data 23.09.2016.

FFF è una società di consulenza indipendente che offre una gamma di servizi articolata su tre linee di affari sinergiche tra loro e che offrono opportunità di *cross selling*: i) *investment advisory*, ii) *business advisory* e iii) *corporate finance advisory*.

Attualmente, la FFF ha per oggetto sociale, tra l'altro, lo svolgimento delle seguenti attività in Italia ed all'estero:

- “... consulenza alle imprese e ad operatori finanziari in materia di struttura finanziaria di strategia industriale e di questioni connesse, in particolare finalizzata ad ottimizzare la pianificazione strategica e la gestione dei business sia in termini finanziari che industriali;
- consulenza nella strutturazione e gestione di veicoli di investimento di qualsiasi tipo e forma anche collettiva;
- consulenza specialistica nella progettazione ed esecuzione di operazioni di finanza straordinaria parentesi acquisizioni fusioni partnership eccetera chiusa parentesi;
- la società potrà inoltre compiere tutte le operazioni mobiliari, immobiliari, industriali, commerciali e finanziarie aventi natura e funzione e/o complementare e/o connessa a conseguimento dell'oggetto sociale come sopra descritto”

Il capitale sociale sottoscritto e versato della FFF è pari ad euro 58.514,00, ed è detenuto dai soci secondo la seguente ripartizione:

Finance for Food S.p.A. Società Benefit - euro					
Socio	Numero Azioni Ordinarie	Numero Azioni con Voto Plurimo	% Capitale Sociale Ordinario	% Capitale Sociale	% Diritti di Voto
Tredici S.r.l.	1.930.530,00	500.000	36,08%	41,54%	66,95%
Valdichiesa S.r.l. (1)	845.000,00		15,79%	14,44%	8,16%
Francesco Gianni	844.809,00		15,79%	14,44%	8,16%
Spag S.r.l.	380.164,00		7,10%	6,50%	3,67%
Lefin Holdings S.r.l.	250.000,00		4,67%	4,27%	2,42%
Altri azionisti	249.497,00		4,66%	4,26%	2,41%
Mercato	851.400,00		15,91%	14,55%	8,22%
Totale	5.351.400,00	500.000,00	100,00%	100,00%	100,00%

Note:

(1) Interamente controllata da Tredici S.r.l.

Il socio Tredici, direttamente ed indirettamente per il tramite della controllata Valdichiesa S.r.l., ha la maggioranza assoluta del capitale sociale, pari al 55,98%, e può esercitare, in virtù della proprietà di n. 500.000 a voto plurimo (i.e. n. 1 azione a voto plurimo conferisce n. 10 diritti di voto), i diritti di voto per una percentuale degli aventi diritto pari al 75,12%.

A decorrere dal mese di agosto 2024, le azioni ordinarie sono negoziate su *Euronext Growth Milan*, sistema di scambi organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

Alla data del 31.03.2025, l'organo gestorio di FFF è costituito da un consiglio di amministrazione composto dai signori Alessandro Squeri (presidente), Francesco Berti (amministratore delegato), Maria Mazzarella, Cecilia Martire e Virginia Filippi.

Alla medesima data l'organo di controllo è rappresentato da un collegio sindacale composto dai signori Carlo Valerio Ticozzi (presidente), Pierluigi Pace, Cecilia Andreoli (membri effettivi), Mario Mirarchi ed Ekaterina Kukushka (membri supplenti).

La revisione legale è affidata alla Deloitte & Touche S.p.A.

Alla data del 31.12.2024 i dipendenti assommavano a n. 5.

2.4 La descrizione della società i cui titoli rappresentativi il capitale sociale sono oggetto di conferimento

Nel seguito, secondo le disposizioni dell'art. 2343 c.c. che richiedono che la relazione giurata dell'esperto debba contenere la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, si procede ad illustrare l'oggetto, unico ed inscindibile, di conferimento, costituito dalle Quote D&P.

2.4.1 Le Quote D&P ed il complesso aziendale di proprietà della D&P S.r.l.

Come detto in precedenza, l'oggetto del conferimento è costituito dal 43,6% delle quote rappresentative il capitale sociale della D&P S.r.l., aventi complessivamente un valore nominale di euro 225.000,00.

Attualmente, la proprietà del capitale sociale della D&P è così ripartita (importi in euro):

Socio	Valore nominale	%
Finance for Food S.p.A. - Società Benefit	114.750,00	51,00%
Aldebaran Investments S.r.l.	65.250,00	29,00%
PPF S.r.l.	45.000,00	20,00%
Totale	225.000,00	100,00%

La D&P S.r.l. stata costituita in data 24.07.2023.

La Società ha, *inter alia*, per oggetto sociale la "... lo svolgimento di attività di consulenza nelle forme consentite dalla legge, formazione, ricerca orientamento d'assistenza alle imprese ed agli enti pubblici e privati in genere. In particolare, la società svolgerà, in Italia ed all'estero, la propria attività nell'ambito dei seguenti servizi: 1) fornitura e prestazione di consulenze strategiche, consistenti, a titolo esemplificativo, in attività di supporto nella strutturazione e organizzazione delle aziende, nella pianificazione strategica e operativa, di amministrazione e controllo, di logistica integrata, di marketing strategico e operativo, di informazione, ricerche ed analisi di mercato; 2) supporto strategico di consulenza ad elevata specialità con riferimento ad iniziative imprenditoriali finalizzate a sviluppare, rafforzare e diffondere a tutti i livelli, anche europei ed internazionali, le eccellenze del "made in Italy", con particolare riferimento a imprese di tipo familiare, ad imprese operanti nelle nicchie di mercato e ad imprese ad alto potenziale innovativo; 3) supporto strategico e di consulenza ad elevata specialità con riferimento a formule imprenditoriali e modelli di business a forte connotazione innovativa, mediante supporto alla costruzione di percorsi di preparazione alla quotazione e all'ingresso nel capitale di rischio di investitori esterni; 4) fornitura e prestazione di consulenze finanziarie, consistenti, a titolo esemplificativo, nelle attività di pianificazione e monitoraggio di obiettivi e di individuazione di possibili risorse finanziarie a favore di soggetti economici, al fine di facilitare l'incontro tra domanda e offerta tra investitori ed operatori economici; 5) fornitura e prestazione di consulenze di tipo tecnico, gestionale, giuridico, istituzionale, contrattualistico, amministrativo, nonché nel contesto di operazioni

straordinarie a favore di aziende, società, imprese, enti commerciali ed industriali e/o di fondi di investimento, enti pubblici, investitori istituzionali; 6) prestazioni di attività e servizi di advocacy e supporto nelle relazioni industriali, inclusa l'organizzazione di eventi nonché la fornitura di servizi di comunicazione; 7) supporto alle aziende e/o fondi ed altri enti nell'identificazione di risorse con competenze specifiche (inclusi i dirigenti) a cui affidare lo studio, la predisposizione e l'attività di advisory in progetti industriali e finanziari e la consulenza manageriale su base continuativa; 8) attività di formazione continua specialistica mediante l'erogazione di corsi di formazione professionale, in presenza ed in digitale; 9) attività di valutazione, monitoraggio, istruttoria, tutoraggio e collaudo di iniziative produttive pubbliche e/ di sviluppo territoriale; studi di fattibilità, informazione, consulenza (nelle forme consentite dalla legge); 10) attività di assistenza nella realizzazione di progetti di sviluppo produttivo anche mediante l'attivazione di strumenti finanziari, ricorrendo le condizioni di legge, pubblici e/o privati, regionali, nazionale, eurounitari, internazionali; 11) individuazione, selezione, valutazione di opportunità imprenditoriali e progetti di investimento per nuove attività economiche, anche conto terzi; 12) attività di verifica della fattibilità tecnica, economica, finanziaria e dell'impatto socio economico ed ambientale dei programmi e dei progetti elaborati; 13) attività di produzione di iniziative industriali e dei servizi compresa l'artificial intelligence volta a creare nuova occupazione e nuove attività imprenditoriali; 14) servizi di pianificazione strategica ed operativa, di amministrazione e controllo, di organizzazione, di logistica integrata, di marketing strategico ed operativo, di design e di comunicazione, di informazione e di dimostrazione ricerche ed analisi di mercato

Alla data del 31.03.2025 la D&P disponeva di un Consiglio di Amministrazione composto dai signori Matteo Petti (presidente), Gianluca Postiglione (consigliere delegato), Pierpaolo Festino, Maurizio Paolini e Roberto Pellegatti.

Alla medesima data, la Società non era dotata di organo di controllo e non era obbligata alla revisione legale dei conti.

Il personale dipendente impegnato nella Società assomma a circa 5 unità (valore alla fine del terzo trimestre dell'esercizio 2024).

I principali dati patrimoniali del periodo 2023-2024 sono così sintetizzabili:

Stato Patrimoniale Overview

Euro	Dic23	1H24	Dic24	Var.		
	Act.	Draft	Act.	24-23	D24-G24	D24-G24
Immobilizzazioni immateriali	1.783	16.313	13.908	14.530	(2.405)	(13.908)
Immobilizzazioni materiali	54.828	61.072	63.759	6.244	2.687	(63.759)
Immobilizzazioni finanziarie	-	-	232.500	-	232.500	(232.500)
Attivo fisso	56.611	77.385	310.167	20.774	232.781	(310.167)
Crediti commerciali	90.620	64.116	307.674	(26.504)	243.558	(307.674)
Debiti commerciali	(25.930)	(55.797)	(410.885)	(29.867)	(355.088)	410.885
Capitale Circolante Operativo	64.690	8.319	(103.211)	(56.371)	(111.530)	103.211
Altre attività	55.183	175.051	44.069	119.868	(130.982)	(44.069)
Altre passività	(48.571)	(78.080)	(7.375)	(29.509)	70.705	7.375
Capitale Circolante Netto	71.302	105.290	(66.517)	33.988	(171.807)	66.517
Fondo TFR	-	-	(4.076)	-	(4.076)	4.076
Capitale Investito Netto	127.913	182.675	239.574	54.762	56.899	(239.574)
Patrimonio netto	73.943	298.623	431.800	224.680	133.176	(431.800)
Posizione finanziaria netta	53.970	(115.948)	(192.226)	(169.918)	(76.278)	192.226
Totale fonti	127.913	182.675	239.574	54.762	56.899	(239.574)
Attivo fisso / CIN	44%	42%	129%			
CCO / Ricavi	50,8%	2,2%	(9,1%)			
CCN / Ricavi delle vendite	56,0%	27,9%	(5,9%)			
PFN / EBITDA	1,5x	(2,3x)	(0,7x)			
PFN / PN	0,73x	(0,39x)	(0,45x)			

Fonte: Informazioni fornite dal Management

I principali dati economici per il periodo 01.01.2023-31.03.2025 sono così sintetizzabili:

Conto Economico Overview

Euro	FY23	1H24	FY24	1Q25	% sui Ricavi			
	Act.	Draft	Act.	Draft	FY23	1H24	FY24	1Q25
Ricavi delle prestazioni	127.250	377.000	1.128.750	218.151	100%	100%	100%	100%
Altri ricavi	1	915	57.815	-	0%	0%	5%	-
Ricavi totali	127.251	377.915	1.186.565	218.151	100%	100%	105%	100%
Materie prime	(3.179)	(8.080)	(3.435)	-	(2%)	(2%)	(0%)	-
Costi per servizi	(73.068)	(197.833)	(642.356)	(220.632)	(57%)	(52%)	(57%)	(101%)
Costo del personale	-	(25.699)	(73.320)	(22.160)	-	(7%)	(6%)	(10%)
Godimento beni di terzi	(11.333)	(94.323)	(165.381)	(34.615)	(9%)	(25%)	(15%)	(16%)
Oneri diversi di gestione	(4.063)	(573)	(12.358)	(3.567)	(3%)	(0%)	(1%)	(2%)
EBITDA	35.608	51.406	289.715	(62.823)	28,0%	13,6%	25,7%	(28,8%)
Ammortamenti e svalutazioni	(198)	-	(6.617)	-	(0%)	-	(1%)	-
EBIT	35.410	51.406	283.098	(62.823)	28%	14%	25%	(29%)
Oneri e proventi finanziari	(229)	(1.726)	(3.423)	-	(0%)	(0%)	(0%)	-
EBT	35.181	49.680	279.675	(62.823)	28%	13%	25%	(29%)
Imposte	(11.238)	-	(96.819)	-	(9%)	-	(9%)	-
Risultato netto	23.943	49.680	182.856	(62.823)	18,8%	13,2%	16,2%	(28,8%)
<i>Kpi's (#/000)</i>								
Ricavi YoY (%)	n.a.	196,3%	199,4%	(80,7%)				
Ebitda margin%	28,0%	13,6%	25,7%	(28,8%)				

Sotto il profilo patrimoniale, il confronto tra le evidenze degli esercizi 2023 e 2024, mostra una sostanziale crescita del capitale investito netto, che è la conseguenza, sul fronte delle attività, della crescita del capitale immobilizzato in attività finanziarie e del capitale circolante netto operativo (i.e. crediti verso clienti) e, relativamente alle passività, dell'incremento degli altri debiti.

La posizione finanziaria netta al 31.12.2024 è attiva per euro 140 mila circa, beneficiando sia del versamento, nel corso dell'anno 2024, dei decimi residui di capitale da parte dei soci Aldebaran e PFP, sia del *cash flow* di matrice reddituale, ma subendo l'effetto dell'investimento in attività finanziarie per circa euro 200 mila.

Sotto il profilo economico, i valori del 2024 sono stati moderatamente inferiori alle previsioni del Piano, [REDACTED] circa con riferimento ai ricavi e [REDACTED] circa con riferimento all'EBITDA a causa dello slittamento temporale di alcuni incarichi.

2.5 Il business plan 2024-2027

La Società ha predisposto un piano economico, patrimoniale e finanziario (il "Piano") sulla base delle ipotesi e degli elementi informativi attualmente disponibili dal *management* della D&P.

Il Piano è stato elaborato su base "stand alone" precedentemente all'acquisizione della maggioranza del capitale sociale della Società da parte della FFF e, pertanto, non tiene conto di eventuali sinergie derivanti dall'appartenenza al gruppo controllato dalla FFF.

I principali parametri patrimoniali del Piano sono, di seguito, sinteticamente riportati:

ATTIVITA' - Euro	31.12.2025
IMMOBILIZZAZIONI NETTE	268.028
CREDITI A M/L TERMINE	43.151
CREDITI A BREVE TERMINE	641.263
LIQUIDITA'	711.696
TOTALE ATTIVITA'	1.664.137

PASSIVITA' - Euro	31.12.2025
CAPITALE SOCIALE E RISERVE	902.997
TFR E ALTRI FONDI ACC.TO	36.430
DEBITI A M/L TERMINE	37.106
DEBITI A BREVE TERMINE	687.604
TOTALE PASSIVITA'	1.664.137

I principali parametri economici del Piano sono, di seguito, sinteticamente riportati:

CONTO ECONOMICO - Euro	31.12.2024	31.12.2025
Ricavi	1.282.705	2.175.000
Costi	928.248	1.012.000
EBITDA	354.457	1.163.000
Ammortamenti ed accantonamenti	31.000	31.000
EBITDA	323.457	1.132.000
Oneri finanziari	4.000	4.000
Utile ante	319.457	1.128.000
Imposte	127.783	451.200
Risultato netto	191.674	676.800

I ricavi conseguiti nel primo trimestre 2025 rappresentano circa il [REDACTED] del target annuale 2025 previsto dal Piano, in linea con [REDACTED] rilevato nell'esercizio precedente (incidenza ricavi del primo trimestre 2024 sui ricavi annuali dell'esercizio 2024). Tale andamento riflette la fisiologica stagionalità dell'attività di consulenza, caratterizzata da una concentrazione delle fatturazioni nella seconda parte dell'anno.

Alla stessa data del 31.03.2025, la Società dispone di contratti firmati da eseguire entro il 2025 per complessivi euro [REDACTED]. Sommando tale *backlog* ai ricavi già realizzati al 31.03.2025, si ottiene una copertura di euro [REDACTED] del *target* 2025.

Considerato che il periodo compreso tra l'inizio dell'esercizio e la data di riferimento, ovvero il 31.03.2025, rappresenta un quarto dell'esercizio, tale livello di copertura, alla luce del tempo residuo per concludere nuovi contratti generativi di ricavi di competenza 2025 e della consistenza della pipeline commerciale in corso di negoziazione, il management aziendale considera plausibile il raggiungimento dell'obiettivo dei ricavi fissato per l'esercizio 2025.

Analoghe considerazioni valgono per la redditività che, al crescere dei ricavi, dovrebbe vedere un beneficio più che proporzionale in funzione della cosiddetta "leva operativa".

3 I PRINCIPI E METODI DI RIFERIMENTO IN MATERIA DI VALUTAZIONE DI AZIENDA

La valutazione di una azienda può essere realizzata con finalità differenti, dalle quali scaturiscono diverse nozioni di valore.

In generale, quando si affronta il tema della creazione di valore e della sua misurazione si contrappongono principalmente due visioni.

La prima fa riferimento al capitale economico, o valore oggettivo, intendendo con questa definizione il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di una azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi ad eventuali negoziazioni³. Tale definizione deve essere frutto di un processo valutativo caratterizzato i) dalla razionalità, nel senso che la valutazione è fondata su un processo logico rigoroso e condivisibile, ii) dalla dimostrabilità, in quanto le grandezze a cui si fa riferimento devono avere un elevato grado di probabilità nella loro futura manifestazione e conseguentemente una elevata credibilità, iii) dalla neutralità, intendendosi con questo l'assenza di scelte arbitrarie e soggettive tale da condizionare immotivatamente i motivi della stima e iv) dalla stabilità, intesa come mancata considerazione di eventi provvisori, eccezionali o comunque non ripetibili.

La seconda nozione fa riferimento al valore soggettivo che è riconducibile alle conseguenze che le parti coinvolte in una operazione, singolarmente considerate, possono da essa trarre. Tale valore può essere osservato, tanto nell'ottica della parte cedente quanto in quella della parte acquirente, come il combinarsi dei vantaggi e degli svantaggi, che si manifestano in capo a ciascuna parte, ed influenza la formazione del valore, che diventa potenziale e soggettivo.

La dottrina e la prassi hanno identificato una pluralità di criteri e di metodi di valutazione delle aziende, senza tuttavia far emergere in modo univoco la validità di un singolo criterio in assoluto, ma verificando la validità di specifiche metodologie, secondo un approccio di tipo contingente, in relazione alla finalità della stima, alla realtà oggetto di valutazione ed alla documentazione di supporto messa a disposizione dal management.

Nel prosieguo del presente paragrafo sono illustrati i tratti fondamentali e le problematiche essenziali dei metodi di valutazione del capitale economico che, nel rispetto dei vincoli di rigore scientifico posti dalla dottrina, trovano maggior diffusione ed applicazione nell'ambito delle operazioni di valutazione.

3.1.1 *Il metodo patrimoniale*

Il metodo di valutazione patrimoniale esprime il valore di una azienda in funzione del suo patrimonio, ossia analizza i valori dei singoli elementi dell'attivo e del passivo dalla cui contrapposizione emerge la dimensione del patrimonio netto.

Tale impostazione offre una visione dell'azienda fondata su una rappresentazione delle sue componenti patrimoniali, la cui preventiva valorizzazione avviene con appropriate metodologie in funzione della natura e delle caratteristiche delle stesse.

Il modello patrimoniale si presenta generalmente secondo tre formulazioni, nel seguito brevemente descritte.

³ Commissione Università Bocconi, Assirevi, Borsa Italiana e Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti, Principi e metodi nella valutazione di aziende e di partecipazioni societarie, EGEA, 1989.

3.1.1.1 Il metodo patrimoniale semplice

La valutazione comprende i beni materiali ed eventualmente quelli immateriali che la legge ed i principi contabili di riferimento consentono di iscrivere all'attivo di bilancio.

3.1.1.2 Il metodo patrimoniale complesso analitico

La stima prende in considerazione, oltre ai beni indicati nel metodo patrimoniale semplice, anche quelli immateriali non contabilizzati, per i quali è possibile procedere ad una valutazione motivata e documentata.

I beni immateriali di cui trattasi devono presentare alcune caratteristiche fondamentali, quali: i) devono essere all'origine di costi ad utilità differita nel tempo ii) devono essere trasferibili, anche congiuntamente ad altri beni materiali e/o immateriali iii) devono essere misurabili.

La inevitabile interdipendenza tra i beni immateriali deve sempre indurre a prestare la massima attenzione al fine di evitare duplicazioni di valore.

3.1.1.3 Il metodo patrimoniale complesso empirico

Tale metodologia considera, nella determinazione del capitale economico, i beni immateriali non contabilizzati valorizzandoli sulla base di parametri desunti da transazioni avvenute, talvolta anche se poco frequenti e/o non adeguatamente omogenee.

3.1.2 Il metodo reddituale

Nel corso del tempo si è sempre più consolidata la tendenza, nei processi di valutazione delle aziende, ad affidare un peso maggiore alla componente reddituale in ossequio al principio che il valore di una azienda trova la propria giustificazione nella capacità della azienda stessa di generare flussi di reddito.

Quest'ultimo deve essere configurato per esprimere, nel corso del tempo, il potenziale di produzione di ricchezza futura in condizione di normale funzionamento e gestione dell'azienda stessa.

I redditi individuati sono successivamente capitalizzati ad un tasso che tenga in debito apprezzamento sia il rendimento degli investimenti privi di rischio, sia un premio per il rischio specifico connesso nell'attività dell'azienda oggetto di valutazione.

3.1.3 I metodi misti patrimoniale - reddituale

Il metodo misto patrimoniale-reddituale ha trovato ampi consensi in quanto riesce a considerare al contempo gli aspetti patrimoniali e reddituali.

3.1.4 Il metodo finanziario

I metodi finanziari di valutazione si ispirano al concetto secondo cui il valore di una azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che questa è in grado di generare in futuro, inteso come arco temporale della sua vita economica stimata.

La principale metodologia utilizzata dalla prassi è nel seguito brevemente descritta.

3.1.4.1 Il metodo dei flussi di cassa operativi scontati (c.d. unlevered discounted cash flow)

Secondo tale approccio il valore di un'azienda è pari alla sommatoria dei flussi di cassa operativi generati in ciascuno degli anni assunti nell'orizzonte esplicito di previsione analitica, secondo la seguente formula:

$$W_f = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1+Wacc)^t} + \frac{(FCFO_{n+1})}{(Wacc-g)} + NFP + SA$$

I singoli parametri rilevanti della formula illustrata sono così definiti.

I flussi di cassa operativi ("FCFO") rappresentano la dimensione finanziaria della gestione operativa dell'azienda e si determinano sia trasformando grandezze economiche di competenza in movimenti effettivi di risorse monetarie, sia considerando gli esborsi derivanti dalla realizzazione degli investimenti, secondo quanto segue:

- + EBIT (Earning before interest and taxes)
- effetto fiscale sull'EBIT
- = NOPAT (Net operating profit after taxes)
- + Ammortamenti
- +/- Δ capitale circolante netto
- +/- Δ altre attività/passività
- investimenti
- + disinvestimenti al netto dell'effetto fiscale
- = Flusso di cassa operativo (FCFO)

La sommatoria dei flussi di cassa operativi esprime il valore complessivo del totale delle attività operative di una impresa e quindi il valore corrente del capitale investito operativo. Dalla differenza algebrica tra tale grandezza ed il valore della posizione finanziaria netta emerge il valore del capitale di pertinenza dei soci.

La posizione finanziaria netta ("NFP") esprime il valore attuale dei debiti finanziari netti dell'azienda e può discostarsi dal mero valore contabile qualora talune delle forme di finanziamento assunte dall'azienda presentino un costo effettivo disallineato rispetto alle condizioni di mercato; poiché in tal caso il tasso di attualizzazione dei flussi di remunerazione del debito risulta diverso da tasso corrisposto al finanziatore si origina una differenza tra il valore nominale ed il valore corrente di un debito che incide sul valore del capitale economico dell'azienda.

I *surplus asset* ("SA") sono componenti del capitale investito non propriamente inerenti la gestione caratteristica dell'azienda e conseguentemente devono essere valorizzati separatamente con specifiche ed adeguate metodologie.

Il valore residuo (o "**Valore Terminale**" o "*Terminal Value*"), componente $\frac{(FCFO_{n+1})}{(Wacc-g)}$ dell'algorithm sopra descritto, esprime in via sintetica il valore attuale di tutti quei flussi che verranno generati dall'azienda successivamente al periodo di previsione analitica. Alternativamente il Valore Terminale viene calcolato come prodotto tra un parametro economico, generalmente l'EBITDA, ed un multiplo tratto dall'osservazione delle società comparabili.

Il calcolo del costo medio ponderato del capitale, *Wacc*, è effettuato secondo la seguente modalità:

$$Wacc = K_d * (1 - t) * \left(\frac{D}{D + E}\right) + K_e * \left(\frac{E}{D + E}\right)$$

dove:

K_d = Costo dell'indebitamento generalmente calcolato attraverso la media ponderata dei costi effettivi delle specifiche fonti di finanziamento

$(1 - t)$ = Effetto fiscale generato dalla deducibilità degli interessi

K_e = Costo del capitale di rischio, determinabile partendo dalla relazione:

$$K_e = R_f + RP$$

dove:

K_e = Costo del capitale di rischio

R_f = Tasso di rendimento delle attività prive di rischio per analoghe scadenze temporali

RP = Premio per il rischio specifico dell'investimento nel capitale dell'azienda in oggetto che costituisce la componente di rischio non diversificabile

La teoria e la prassi tendono ad individuare nei titoli di stato la principale categoria di titoli il cui rendimento può essere assunto come una attendibile stima di R_f .

La correzione, RP , del tasso per investimenti privi di rischio, ossia il premio per il rischio specifico dell'investimento nel capitale dell'azienda in oggetto, è determinata secondo l'approccio del Capital Asset Pricing Model ("CAPM"), ed in formula è rappresentato da:

$$RP = \beta * (R_m - R_f)$$

dove:

β = È un coefficiente espressivo della variabilità del titolo specifico rispetto al mercato di riferimento

Il coefficiente β è funzione di una pluralità di variabili, tra le quali si possono citare a titolo esemplificativo e non esaustivo: caratteristiche del settore di appartenenza, la dimensione dell'impresa, le prospettive di crescita, il grado di leva finanziaria ed il grado di leva operativa ed il grado di diversificazione.

$(R_m - R_f)$ = Esprime la maggior remunerazione richiesta per impieghi in capitale proprio rispetto ad impieghi sostanzialmente privi di rischio, facendo riferimento ad orizzonte temporale storico di lungo periodo

D = Valore corrente della posizione finanziaria netta

E = Valore corrente del patrimonio netto

Infine, g rappresenta il fattore di crescita attesa del flusso di cassa operativo.

3.1.5 I metodi di mercato (o relativi)

I metodi di mercato sono basati sull'andamento dei mercati finanziari, ossia sui giudizi di valore che essi implicitamente esprimono, e sui prezzi espressi da operazioni di acquisizioni avvenute in relazione ad aziende comparabili.

3.1.5.1 Il criterio dei multipli di Borsa o dei multipli di società comparabili

Il criterio dei multipli di borsa determina il valore di una azienda assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato dei capitali con riguardo ad aziende aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

3.1.5.2 Il criterio dei multipli di transazioni comparabili

Il criterio dei multipli di transazioni comparabili determina il valore di una azienda assumendo a riferimento le indicazioni fornite dal mercato delle acquisizioni del capitale, con riguardo ad aziende aventi caratteristiche analoghe a quella oggetto di valutazione.

3.2 La valutazione dei gruppi e delle holding di gruppo

In tale specifico contesto valutativo la dottrina e la prassi propongono due differenti metodologie.

3.2.1 Il metodo del consolidamento

Detto metodo consiste nella valutazione patrimoniale di un gruppo come una azienda unitaria, attraverso la via del consolidamento ed è da preferirsi quando esistano rilevanti connessioni operative tra le aree di business del gruppo, evitando il rischio di duplicazioni e/o sottrazioni di valori.

3.2.2 Il metodo della somma delle parti

Questo metodo consiste nella valutazione separata delle aree di business omogenee in cui può eventualmente essere suddivisa l'attività operativa del gruppo. In tale ipotesi, infatti, considerata l'eterogeneità delle aree di business, l'utilizzo del bilancio consolidato come base informativa non permetterebbe di apprezzare compiutamente le specificità delle aree di business medesime.

4 LA SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE UTILIZZATO

La dottrina e la prassi professionale concordano sul fatto che la scelta del metodo di valutazione applicabile in ogni valutazione debba essere effettuata in funzione della natura e delle caratteristiche dell'oggetto di valutazione, della qualità dell'informazioni disponibili e delle specifiche esigenze per la quali viene predisposta la valutazione.

Altresì vi è concordanza, tra dottrina e prassi, sul fatto che il metodo di valutazione maggiormente razionale possa essere rappresentato dal metodo finanziario in quanto quello che permette di stimare e tenere in considerazione compiutamente la dinamica degli investimenti in capitale fisso e circolante, evidenziando, tra l'altro, la correlazione tra i risultati attesi e gli impegni e le disponibilità finanziarie future, conformandosi quindi alla definizione classica dell'economia aziendale secondo la quale il valore dell'azienda risulta dalla sommatoria dei flussi di cassa attualizzati prospettici da questa generati.

Il metodo finanziario, di conseguenza, dovrebbe essere impiegato ogniqualvolta si disponga, come nel caso in esame, di previsioni economiche, patrimoniali e finanziarie ragionevolmente attendibili e relative ad un arco temporale di medio periodo, generalmente compreso tra tre e cinque anni, congruente con le dinamiche del contesto economico di riferimento.

Nello specifico, chi scrive ha ritenuto di fare principalmente riferimento al metodo finanziario, nella cosiddetta versione dell'*unlevered discounted cash flows*, basata sull'attualizzazione dei futuri flussi di cassa aziendali che emergono dalle proiezioni del Piano sviluppato su base *stand-alone*, il cui utilizzo trova ampio riscontro in dottrina e nella prassi più accreditata per la stima di aziende industriali in avviato funzionamento.

5 L'APPLICAZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE PRESCELTO

Nel seguito si procede allo sviluppo della metodologia secondo i momenti qualificanti descritti nel capitolo 3.1.4.

5.1 La valutazione secondo il metodo finanziario

5.1.1 I flussi di cassa operativi

I flussi di cassa operativi attesi per il periodo 2025 - 2027 sono stati calcolati sulla base del Piano economico prospettico, tenuto conto delle imposte figurative sull'EBIT e dei dati di pre-chiusura dell'esercizio 2024, e sono riepilogati, nella seguente tabella:



5.1.2 Il costo medio ponderato del capitale

L'applicazione del metodo finanziario comporta che i flussi di cassa operativi siano attualizzati al costo medio ponderato del capitale, *Wacc*, calcolato secondo la formula:

$$Wacc = K_d * (1 - t) * \left(\frac{D}{D + E} \right) + K_e * \left(\frac{E}{D + E} \right)$$

dove:

K_d = Costo dell'indebitamento generalmente calcolato attraverso la media ponderata dei costi effettivi delle specifiche fonti di finanziamento

$(1 - t)$ = Effetto fiscale generato dalla deducibilità degli interessi

K_e = Costo del capitale di rischio

D = Valore corrente della posizione finanziaria netta

E = Valore corrente del patrimonio netto

5.1.3 Il costo dell'indebitamento

Il costo del capitale di debito K_d è stato determinato come somma tra l'Euribor 1M al 31.03.2025, pari al 2,36% circa, ed un spread posto pari al 3%, ritenuto rappresentativo delle condizioni mediamente pratica a società comparabili alla D&P. Dall'analisi svolta emerge un costo del debito oneroso pari al 5,36% su base annua.

Il valore di 5,36%, conformandosi alla teoria ed alla prassi, è stato depurato dallo scudo fiscale, inteso come benefico derivante dalla possibilità di dedurre gli interessi passivi, determinando un costo netto dell'indebitamento nella misura del 4,07%.

5.1.4 Il costo del capitale di rischio

Il costo del capitale di rischio K_e è stato stimato applicando il modello del CAPM secondo la formulazione:

$$K_e = R_f + RP$$

dove:

K_e = Costo del capitale di rischio

R_f = Tasso di rendimento delle attività prive di rischio per analoghe scadenze temporali

RP = Premio per il rischio specifico dell'investimento nel capitale dell'azienda in oggetto che costituisce la componente di rischio non diversificabile

La teoria e la prassi tendono ad individuare nei titoli di stato la principale categoria di titoli il cui rendimento può essere assunto come una attendibile stima di R_f .

La correzione, RP , del tasso per investimenti privi di rischio, ossia il premio per il rischio specifico dell'investimento nel capitale dell'azienda in oggetto, è, come detto, determinata secondo l'approccio del CAPM ed in formula è rappresentato da:

$$RP = \beta * (R_m - R_f)$$

dove:

β è un coefficiente espressivo della variabilità del titolo specifico rispetto al mercato di riferimento

$(R_m - R_f)$ esprime la maggior remunerazione richiesta per impieghi in capitale proprio rispetto ad impieghi sostanzialmente privi di rischio, facendo riferimento ad orizzonte temporale storico di lungo periodo

Il coefficiente β è funzione di una pluralità di variabili, tra le quali si possono citare a titolo esemplificativo e non esaustivo: caratteristiche del settore di appartenenza, la dimensione dell'impresa, le prospettive di crescita, il grado di leva finanziaria ed il grado di leva operativa ed il grado di diversificazione.

Il valore del tasso di rendimento per investimenti privi di rischio R_f è stato calcolato prendendo a riferimento il rendimento dei Buoni Poliennali del Tesoro ("BTP") decennali.

Alla luce di tali osservazioni lo Scrivente ha determinato il tasso di rendimento per investimenti privi di rischio R_f nella misura del 3,50% rappresentativo della media dei rendimenti dei BTP decennali emessi nel corso del mese di marzo 2025⁴.

Il premio per il rischio $(R_m - R_f)$ è stato ritratto dal database del prof. Damodaran ed è pari al 7,26% (di cui alla nota 5).

⁴ Statistiche della Banca d'Italia, Mercato Finanziario, del 15 maggio 2025, pagina 8

Per la determinazione del coefficiente β , lo Scrivente ha fatto inizialmente riferimento al coefficiente β *unlevered* espresso dall'analisi del Prof. Damodaran per il settore europeo dei *Financial Services (non banks and insurances)* che rappresenta il settore di operatività della Società, pari a 0,27⁵. Tuttavia, lo Scrivente ha reputato questo dato non significativo in considerazione della maggior rischiosità di società di dimensioni analoghe a quella della D&P e ha applicato, su base *judgemental*, un coefficiente β *unlevered* pari a quello espresso dal mercato, ossia pari ad 1.

Poiché la Società non ha indebitamento finanziario non si è proceduto a calcolare ed impiegare, nella determinazione del Wacc, il β *levered*.

In aggiunta, è stato considerato un premio per il rischio in funzione della ridotta dimensione della Società pari al 5%.

Sulla base di tali assunzioni, il costo del capitale di rischio è risultato essere pari al 15,65%.

Prudenzialmente, utilizzando un rapporto della struttura finanziaria $\left(\frac{D}{D+E}\right)$ pari al 27,5%, e non la media espressa dalla citata analisi del Prof Damodaran⁶ che si ritiene meno prudentiale, il costo medio ponderato del capitale, *Wacc*, è stato determinato nella misura del 12,55%.

5.1.5 Il valore terminale

Per determinare il *Terminal Value* è stato utilizzato il flusso di cassa stabilizzato, del periodo cosiddetto *steady-state*, calcolato come media dei flussi di cassa operativi netti espressi negli esercizi 2025, 2026 e 2027, pari ad euro ██████████

Al fine del calcolo del Valore Terminale si è, successivamente, applicata la formula $\frac{(FCFO_{n+1})}{(Wacc-g)}$ utilizzando il flusso di cassa operativo stabilizzato, il Wacc, pari al 12,55% e il tasso di crescita g , prudenzialmente considerato pari al 2,00%, che è inferiore al tasso di crescita atteso del flusso di cassa nel periodo di Piano.

Sulla base di tali dati, il Valore Terminale, non attualizzato, è stato calcolato nella misura di euro 11.141 migliaia circa.

5.1.6 La posizione finanziaria netta

Al fine della determinazione del valore economico del capitale è necessario sommare algebricamente la posizione finanziaria netta effettiva, alla data del 31.03.2025, che è stata fornita dalla Società, che risulta positiva -ossia con disponibilità di cassa netta- e pari ad euro 35 migliaia circa.

5.1.7 Il valore del 100% capitale economico della D&P

Il valore economico, o valore equo, è stato, quindi, calcolato come somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa operativi attesi nel corso del periodo di previsione esplicita, del valore attuale del valore terminale e della posizione finanziaria netta.

Sulla base di tale procedimento, applicato ai valori puntuali - sopra citati- dei parametri, si è determinato un valore complessivo, per il 100% del capitale sociale della D&P, di euro 10.545.714

⁵ Database "*betaEurope*" del 5 gennaio 2025 website: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁶ Il valore di 8,26% del rapporto $\left(\frac{D}{D+E}\right)$ deriva dalla rielaborazione del rapporto $\left(\frac{D}{E}\right)$ direttamente riscontrabile nel citato Database, di cui alla precedente nota.

(euro dieci milioni cinquecentoquarantacinque mila settecentoquattordici) arrotondato ad euro 10.500.000 (euro dieci milioni e cinquecentomila) secondo la tabella (in migliaia di euro):

Flussi attualizzati per periodo esplicito	2.695
Valore Terminale	7.815
Enterprise value	10.511
Posizione Finanziaria Netta - Cassa	(35)
Equity value	10.546

5.1.8 L'analisi di sensitività

Al fine di valutare la solidità delle conclusioni raggiunte in ordine al valore economico del 100% del capitale sociale della D&P, lo Scrivente ha eseguito una analisi di sensitività, sviluppata secondo il metodo di valutazione finanziario nella configurazione dell'*unlevered discounted cash flow*, che prende a riferimento i flussi di cassa del Piano ridotti, per ciascun anno di previsione, del 5%.

L'esercizio ha fornito un valore economico di euro 9.839.407 (euro nove milioni ottocento trentanove mila quattrocento sette) arrotondato ad 9.500.000 (euro nove milioni e cinquecento mila)

Lo Scrivente ritiene, in ogni caso, segnalare che, come nel caso base di cui ai paragrafi 5.1.1 al 5.1.7, nell'applicazione del metodo valutativo prescelto sono state previste alcune "prudenze" e precisamente:

- il flusso di cassa stabilizzato impiegato per il calcolo del Valore Terminale è stato calcolato come media dei flussi di cassa annuali e, nel contesto ipotizzato di crescita dei flussi medesimi, risulta inferiore, in valore assoluto, al valore del flusso di cassa previsto per l'esercizio 2027;
- è stato applicato un premio per il rischio connesso alla ridotta dimensione della Società pari al 5%;
- è stato impiegato un β *unlevered* pari ad 1 a fronte di un corrispondente valore espresso dalle società comparabili nell'intorno di 0,21;
- al fine della ponderazione tra capitale proprio e capitale di debito, impiegata per il calcolo del *Wacc* è stata ipotizzata una struttura finanziaria più prudente rispetto a quanto emerge dal campione di società comparabili.

6 CONCLUSIONI

Il sottoscritto Lorenzo Taglione, alla luce della presente Relazione, tenuto conto della natura dell'incarico assegnato e delle logiche che hanno informato la valutazione, attesta, ai sensi e per gli effetti di cui all'art. 2465, primo comma, del Codice Civile, che:

- il valore equo del 100% del capitale sociale D&P S.r.l. può, prudenzialmente, essere stimato in euro 9.500.000,00 (euro nove milioni cinquecento mila). Tale valore è stato individuato nel minore tra i valori del capitale economico della Società calcolati sulla base del caso Base (pari ad euro 10,5 milioni circa) e sulla base dell'analisi di sensitività (euro 9,5 milioni circa);
- il valore equo delle Quote D&P riferibile a ciascuno dei Soci Conferenti è pari a quanto appresso riportato:

Socio	%	Valore Equo pro quota	Importo Aumento di Capitale (Valore Nominale e Sovraprezzo)
Aldebaran S.r.l.	23,60%	2.242.000,00	2.199.997,50
PFM S.r.l.	20,00%	1.900.000,00	799.997,30

conseguentemente, attesta che:

- il valore equo del conferimento delle quote rappresentanti il 23,6% del capitale sociale della D&P S.r.l., per un complessivo valore nominale di euro 65.250, di proprietà della Aldebaran Investments S.r.l. da effettuarsi da parte di quest'ultima a beneficio della Finance for Food S.p.A. - Società Benefit. è pari ad euro 2.233.000 e che tale valore equo, è almeno pari al valore dell'aumento di capitale, per nominali euro 5.583,75, aumentato del sovrapprezzo azioni, per euro 2.194.413,75, per un totale di euro 2.199.997,50 che costituisce la porzione dell'aumento di capitale di FFF riservato alla Aldebaran;
- il valore equo del conferimento delle quote rappresentanti il 20% del capitale sociale della D&P S.r.l., per un complessivo valore nominale di euro 45.000, di proprietà della PFM S.r.l. da effettuarsi da parte di quest'ultima a beneficio della Finance for Food S.p.A. - Società Benefit. è pari ad euro 1.540.000 e che tale valore equo, è almeno pari al valore dell'aumento di capitale, per nominali euro 2.030,45, aumentato del sovrapprezzo azioni, per euro 797.966,85, per un totale di euro 799.997,30 che costituisce la porzione dell'aumento di capitale di FFF riservato alla PFM.

* * * * *

La presente relazione si compone di n° 26 pagine firmate e numerate.

Roma, 9 giugno 2025

(Lorenzo Taglione)

