

Dr. SABATINO PAOLETTI  
Commercialista – Revisore Contabile  
P.zza Marcantoni, 16 – Civita Castellana (VT)

**PERIZIA DI STIMA**  
**PER LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE**  
**POSSEDUTA NEL CAPITALE SOCIALE DELLA SOCIETA' EX ART. 2465 C.C.**

**H.Q.F. SOCIETA' AGRICOLA A R.L.**

**Largo Luigi Antonelli, 10**

**000145 ROMA**

**C.F. e P. Iva 15133911006**

## **INDICE**

|                                                                          |                  |
|--------------------------------------------------------------------------|------------------|
| <b>1. NOTIZIE GENERALI E STORICHE SULLA SOCIETA'</b>                     | <b>– Pag. 4</b>  |
| <b>2. OGGETTO SOCIALE</b>                                                | <b>– Pag. 5</b>  |
| <b>3. AMMINISTRAZIONE DELLA SOCIETA'</b>                                 | <b>– Pag. 6</b>  |
| <b>4. ATTIVITA' SVOLTA DALLA SOCIETA'</b>                                | <b>– Pag. 7</b>  |
| <b>5. DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA E<br/>DOCUMENTAZIONE ESAMINATA</b> | <b>– Pag. 16</b> |
| <b>6. LIMITI ED ASSUNZIONI</b>                                           | <b>– Pag. 17</b> |
| <b>7. METODI DI VALUTAZIONE</b>                                          | <b>– Pag. 19</b> |
| <b>8. METODOLOGIE DI VERIFICA UTILIZZATE</b>                             | <b>– Pag. 33</b> |
| <b>9. PN' = PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO</b>                             | <b>– Pag. 35</b> |
| <b>10. R' = REDDITO MEDIO PROSPETTICO</b>                                | <b>– Pag. 52</b> |
| <b>11. DETERMINAZIONE DEL COST OF EQUITY (ke)</b>                        | <b>– Pag. 53</b> |
| <b>12. RISULTATO</b>                                                     | <b>– Pag. 55</b> |
| <b>13. CONCLUSIONI</b>                                                   | <b>– Pag. 57</b> |

## **PERIZIA DI STIMA**

Il sottoscritto Sabatino Paoletti, Dottore Commercialista, iscritto presso l'albo dei Dottori Commercialisti di Rieti al numero AA00121, con studio in Civita Castellana (VT) – Piazza Marcantoni, 16, è stato incaricato dal Sig. Francesco Paltoni nato a Roma il 22 ottobre 1994 C.F. PLTFNC94R22H501L e dalla Società HIGH QUALITY FOOD S.P.A. con sede in Roma Via di Pietralata, 179 C.F. 08309911009, nella loro qualità di soci della Società H.Q.F. SOCIETA' AGRICOLA a R.L. con sede in Roma Largo Luigi Antonelli, 10, C.F. e P. Iva 15133911006, di valutare ai sensi e per gli effetti dell'art. 2, comma 2, del D.L. 24 dicembre 2002 n. 282, convertito in legge n. 27/2003 e successivamente da ultimo prorogata con la legge n. 197 del 29/12/2022 (Legge di Bilancio 2023) all'art. 1, commi da 107 a 109, il valore delle partecipazioni nel patrimonio netto della società HIGH QUALITY FOOD SOCIETA' AGRICOLA A R.L. e quindi il valore delle quote, alla data del 1 gennaio 2023, possedute dai soci nella misura di:

1. **Francesco Paltoni** nato a Roma il 22 ottobre 1994 ed ivi residente in Via del Forno, 1 C.F. PLTFNC94R22H501L quote possedute € 5.100,00 (51%);
2. **HIGH QUALITY FOOD S.P.A.** con sede in Roma Via di Pietralata, 179 C.F. 08309911009, quote possedute € 4.900,00 (49%);

La soc. HIGH QUALITY FOOD SOCIETA' AGRICOLA a R.L. (HQF Agricola), con sede in Roma Piazza Luigi Antonelli, 10, C.F. e P.IVA 15133911006, è iscritta al Registro delle Imprese di Roma sezione ordinaria, numero di iscrizione al R.E.A. RM – 1569991, nonché alla Sezione Speciale imprese Agricole dal 13/02/2019. Il capitale sociale interamente versato è pari ad € 10.000,00.

## **1. NOTIZIE GENERALI E STORICHE SULLA SOCIETA'**

La società si è costituita, con atto costitutivo di società a responsabilità limitata agricola, per atti dott. Marco Ciotola del Collegio Notarile di Roma in data 8 febbraio 2019, repertorio n. 4143, registrato all'Ufficio del Registro di Roma ed iscritta presso il Registro delle Imprese di Roma in data 13/02/2019, capitale sociale euro 10.000,00.

I soci risultano essere:

- 1. FRANCESCO PALTONI** nato a Roma il 22 ottobre 1994 ed ivi residente in via del Forno, 1 C.F. PLTFNC94R22H501L quote possedute € 5.100,00 (51%);
- 2. HIGH QUALITY FOOD S.P.A.** con sede in Roma Via di Pietralata, 179 C.F. 08309911009, quote possedute € 4.900,00 (49%);

La società, avente scopo esclusivo attività agricola, risulta iscritta alla sezione speciale delle Imprese Agricole.

In data 04/11/2020 per atti Notaio Marco Ciotola rep. 5367, la società sottoscrive un contratto di rete depositato presso la CCIAA di Roma con Protocollo n. 384118/2020 del 13/11/2020 e dalla stessa registrato in data 18/11/2020.

Non sono presenti ulteriori atti effettuati tra i soci e dalla società sino al 01/01/2023.

## 2. OGGETTO SOCIALE

La società ha per oggetto: *“la predisposizione dei mezzi delle strutture e dell’organizzazione idonee allo svolgimento in via esclusiva delle attività agricola e zootecnica ed in particolare:*

- *attività di coltivazione, di allevamento, di acquacoltura, di silvicoltura e di pesca utilizzando le risorse fondiari, gli ecosistemi fluviali, lacustri, salmastri o marini a disposizione dell’azienda medesima. attività connesse, svolte dall’azienda anche in forma associata e dirette oltre che alla produzione primaria anche alla manipolazione, trasformazione, conservazione, commercializzazione e valorizzazione dei prodotti agricoli e agroalimentari derivanti dalla diretta raccolta delle attività agricole e zootecniche di cui sopra, nonché la fornitura di beni e servizi inerenti, anche provenienti da altre aziende agricole;*
- *attività primarie e collaterali come previsto dall’ art. 2135 del Codice civile e seguenti ed in particolare le attività di turismo rurale ed agriturismo;*
- *la promozione ed il mantenimento di strutture produttive efficienti onde favorire la conservazione dell’unità aziendale e la destinazione agricola dei terreni oltre che l’accorpamento di altri terreni agricoli, creando le condizioni per l’ammodernamento strutturale dell’impresa e l’ottimizzazione del suo dimensionamento;*
- *la promozione di una gestione sostenibile del patrimonio ambientale e forestale per favorire lo sviluppo di nuove opportunità imprenditoriali e occupazionali, anche in forma associata o cooperativa, la certificazione delle attività e la difesa dagli incendi;*
- *la promozione, lo sviluppo e l’ammodernamento delle filiere agroalimentari per la valorizzazione sul mercato dei prodotti. La società, per l’attuazione dell’oggetto*

*sociale, potrà compiere operazioni commerciali, industriali, mobiliari ed immobiliari, finanziarie connesse alle attività principali, nonché' assumere partecipazioni in altre imprese, enti, società, consorzi e associazioni temporanee di impresa la cui attività sia analoga, affine o connessa con la propria, ai sensi e nei limiti di legge, ma sempre che non ne risulti modificato l' oggetto sociale e comunque come attività non prevalente, ma esclusivamente accessoria e strumentale al conseguimento dell' oggetto sociale, ne' rivolta nei confronti del pubblico, nel rispetto delle disposizioni dettate in materia dal d. lgs. 385/ 1993 e con esclusione delle attività di cui al d. lgs. 58/ 1998.*

*Per il conseguimento del suo oggetto, la società potrà avvalersi di tutte le agevolazioni previste da norme vigenti e future, nazionali, regionali e comunitarie. Il tutto con esclusione di ogni e qualsiasi attività professionale che, ove necessaria, verrà svolta direttamente e sotto la responsabilità di professionisti abilitati ai sensi di legge ed il tutto nel rispetto delle norme emanate o emanande in materia”.*

### **3. AMMINISTRAZIONE DELLA SOCIETA’**

La società è amministrata dall’Amministratore Unico ed Imprenditore agricolo professionale Francesco Paltoni, che ha conseguito la sua formazione in campo innovazione e sviluppo agroindustriale presso la “SDA Bocconi School of Management” di Milano, con il programma di alta formazione ‘Agribusiness Management Development Program’.

#### **4. ATTIVITA' SVOLTA DALLA SOCIETA':**

##### **-La mission di HQF Agricola e le produzioni principali**

La HQF Agricola nasce dall'incontro fra il giovane imprenditore agricolo Francesco Paltoni e la HQF SPA con l'idea di sviluppare un progetto agricolo dai principi etici e sociali. La società si impegna in questa mission per mezzo di una serie di attività collegate alle sue due principali produzioni: il Marango e le patate di Leonessa.

Il Marango, infatti, è un incrocio di bovino ottenuto dal toro Angus con le fattrici Maremmane, che sono una razza bovina autoctona del centro Italia dichiarata in via d'estinzione. Con la sua attività zootecnica svolta nelle sedi di Vetralla (VT) e Santa Marinella (RM), HQF Agricola si impegna nella valorizzazione di una razza a rischio, rappresentando un'azione concreta volta alla tutela della Maremmana.

Mentre le patate di Leonessa sono una produzione svolta da Agricola nella propria sede di Leonessa, in provincia di Rieti, dove in seguito al terremoto del 2016 si è verificato una decrescita delle attività imprenditoriali e un conseguente impoverimento delle campagne e delle produzioni locali.

##### **-La nascita di HQF Agricola**

Nella sua fase iniziale, il progetto di HQF Agricola è stato finanziato con la sottomisura 6.1 "Aiuti all'avviamento di imprese per giovani agricoltori" del Programma per lo Sviluppo Rurale 2014-2020 (PSR Lazio), che accede ai fondi nazionali stanziati del Fondo Europeo Agricolo per lo Sviluppo Rurale (FEASR).

Questo finanziamento di 70.000 euro ha permesso di avviare le prime attività zootecniche dell'azienda e di prendere in conduzione i terreni adibiti alla coltivazione di patate nel territorio di Leonessa (RI).

### **-Oscar Green Coldiretti e la Rete Agricola High Quality Food**

In virtù del lavoro svolto già nel primo anno di attività della società, HQF Agricola è stata candidata al premio Oscar Green 2019 di Coldiretti nella categoria “Noi per il sociale.” Mentre nel 2020, la società torna ad essere candidata al premio Oscar Green 2020 nella categoria “Fare Rete” in seguito alla creazione di una rete di imprenditori e microimprenditori del territorio nazionale. Questo network di produttori scelti fra le “perle artigianali del food” che è stato oggetto della candidatura all’Oscar Green, è inoltre legalmente riconosciuto come ‘Rete Agricola High Quality Food’, una rete di imprese formalizzata con l’atto a rogito del Notaio Marco Ciotola.

La Rete punta a favorire la crescita delle aziende retiste e della società capofila, la HQF Agricola, offrendo maggior visibilità ai produttori coinvolti, accorciando la filiera, riducendo i costi di distribuzione e incoraggiando lo scambio di know-how e supporto tecnologico.

### **-Salvaguardia della razza Maremmana e il credito R&S**

Nel nostro paese sono presenti un elevato numero di razze autoctone, da anni a rischio di estinzione, in quanto a partire dagli anni '50 si è registrato un progressivo abbandono delle razze poli-produttive, (impiegate per la produzione di latte, per il lavoro agricolo e in fine per la carne) a favore di quelle impiegate per un'unica funzione.

L'idea dell'azienda è stata quella di coniugare in un progetto produttivo la salvaguardia della razza Maremmana con le attuali richieste del mercato Ho.Re.Ca. italiano, alla ricerca di una carne di filiera italiana, sempre più controllata, che abbia una distribuzione di grasso ottimale e risulti tenera e digeribile.

Una carne che risponda a queste esigenze è stato il frutto delle ricerche genetiche e alimentari di HQF Agricola, che ha incrociato le fattrici Maremmane con il Toro Angus.

Sebbene l'Angus non sia una razza particolarmente diffusa negli allevamenti italiani, dal punto di vista genetico è ricco di una proteina chiamata miostatina, un inibitore della crescita muscolare nei bovini, che fa sì che la carne risulti tenera e marezzata.

Per la realizzazione di questo progetto, la società ha investito significative risorse nel personale qualificato, in accurati controlli sanitari e nella ricerca sperimentale per incroci tra razze bovine, mirando a raggiungere un prodotto alimentare di eccellenza, dalle caratteristiche organolettiche distinte e nutrizionalmente valido.

Nel 2019 la costituenda HQF Agricola ha avviato un progetto di R&S coerente con l'analisi di contesto sopra descritta. È stato condotto uno studio di fattibilità per la costituzione della società, con l'obiettivo di portare innovazione nell'agroindustria italiana e quindi costituire un sistema di filiera corto autosufficiente e sostenibile. Il controllo dell'intera filiera, dalla produzione alla commercializzazione, garantisce la tracciabilità e influisce positivamente sulla qualità del prodotto.

### **-Software gestionali**

Al fine di ottimizzare il processo produttivo e logistico per la gestione aziendale dell'allevamento, HQF Agricola ha implementato una piattaforma software per la gestione dell'allevamento, che si integrasse al sistema gestionale di HQF SPA. In questo Modo, l'integrazione fra i sistemi delle due aziende ha stato snellito e facilitato le operazioni giornaliere, minimizzando gli errori e controllando efficacemente i passaggi di filiera fino alla commercializzazione.

### **-Ampliamento del progetto Marango: gli accordi con le stalle da latte**

Al fine di ampliare il progetto Marango, garantendo una filiera produttiva corta, la società ha avviato degli studi per la selezione di stalle del centro Italia con cui stringere accordi per condurre inseminazione artificiale del seme del Toro Angus in fattrici di razza Frisona.

In seguito ad approfondite ricerche sulle razze da latte e sulle razze di tori (caratteristiche, fisiche e sociali, habitat e capacità di adattamento), sono state selezionate la razza Frisona Italiana ed il toro Aberdeen Angus. È stata poi avviata una ricerca genetica su semi di toro maggiormente performanti da fornire alle stalle da latte per l'inseminazione artificiale delle fattrici. Sono stati quindi avviati accordi con le stalle da latte selezionate precedentemente, le quali sono state incaricate di gestire le fasi di inseminazione (con seme scelto e selezionato da HQF Agricola), gestazione e lattazione.

L'accordo ha previsto il ritiro, da parte di HQF Agricola, dei vitelli nati da incrocio in seguito alla fase di lattazione. La lattazione è avvenuta in modo naturale, seguendo i ritmi naturali dei capi, allo scopo di massimizzare i risultati in quanto a robustezza e salute dei capi e minimizzare lo stress negli animali.

Questa metodologia rappresenta una innovazione per il settore, in quanto solitamente i vitelli vengono separati dalle fattrici immediatamente dopo il parto e nutriti con latte artificiale, in modo da poter disporre delle fattrici per la produzione di latte destinato alla vendita.

I capi nati dall'incrocio di semi di toro Angus e fattrici Frisona, sono stati poi trasferiti presso gli allevamenti di HQF Agricola per l'ingrasso con una dieta specifica e per la prosecuzione con le fasi di macellazione e distribuzione delle carni prodotte.

La società ha svolto un'intensa attività di ricerca, con il monitoraggio sistematico dell'accrescimento dei capi e della qualità delle carni una volta macellate (marezzatura, linea dorsale, grasso di copertina, etc.). Il monitoraggio dell'accrescimento e dello stato di salute dei capi insieme con lo studio delle mezzene derivanti dalle macellazioni hanno evidenziato diverse criticità legate alla crescita dei capi; tra cui problemi di lattazione ed assimilazione ed è stato necessario mettere in atto azioni correttive, sia aumentando il periodo della lattazione, integrandola con foraggio per le fattrici e mangime per i più piccoli, sia sperimentando riformulazioni della dieta alimentare specifica fino ad ottenere i valori di accrescimento desiderati.

Nel corso del progetto la società ha inoltre avviato la sperimentazione di incroci genetici primariamente con semi di toro della linea Wagyu su fattrici di razza Frisona, che si è conclusa con successo con l'ottenimento di un incrocio Wagyu i cui primi capi sono stati macellati nel corso del 2022.

### **- La certificazione del benessere animale**

I vitelli Marango nati dall'incrocio vivono allo stato brado per 6/7 mesi. Solo nella fase del finissaggio i capi sono stati spostati in ampi box con spazi interni ed esterni dove viene somministrata loro una dieta frutto di attività di ricerca specifiche, per un periodo di 10/12 mesi. Le stalle sono state dotate di aree infermeria, e quarantena, atte all'isolamento dei capi per evitare contaminazioni e contagi.

L'alimentazione destinata ai bovini, variabile principale per il positivo accrescimento e la qualità della carne, ha svolto un ruolo fondamentale nel progetto di HQF Agricola, la quale ha dedicato significative risorse ed attività di ricerca a questa fase.

Dal momento che una volta avviate le attività volte alla riproduzione di capi di bestiame, si sarebbero dovuti attendere parecchi mesi prima di poter procedere con l'ingrasso dei vitelli nati dagli incroci, la società ha deciso di avviare un progetto pilota volto alla sperimentazione di un'alimentazione specifica per l'accrescimento. A tale scopo HQF Agricola ha effettuato studi sulle varie razze e caratteristiche dei capi ed ha selezionato e acquistato dal Nord Europa alcuni capi di razza Angus che ha utilizzato inizialmente come campioni per il monitoraggio dell'accrescimento con diete alimentari specifiche. Parte di tali capi, quelli con analisi più promettenti, sono stati in seguito (2021) avviati ad attività di riproduzione al fine di creare una Scuderia di Tori Angus in purezza, con importanti caratteristiche morfologiche e contraddistinti da un'elevata capacità di generare marezzatura nella carne. Vi sono voluti diversi anni, sperimentazioni continue, accordi con diverse aziende produttrici e diverse riformulazioni della dieta (Marango Fioc Life, Mix vitelli Marango HQF, Mix 397 con Fioccati), fino alla scelta vincente di formulare autonomamente la dieta specifica e rivolgersi solo in un secondo momento alle aziende del

settore per reperire il prodotto, per arrivare solo nel 2021 ad un prodotto che soddisfacesse i requisiti desiderati di accrescimento e qualità delle carni.

La dieta certificata Mix Marango Fioc Esclusiva HQF è un concentrato specifico composto esclusivamente da prodotti vegetali, formulata con la collaborazione di un pool di professionisti, capitanato dal Dott. Marco Tassinari del Dipartimento di Scienze Mediche Veterinarie dell'Università di Bologna.

HQF Agricola, grazie alla Rete Agricola HQF, è in grado di autoprodurre il mangime di cui si alimenta il Marango, arrivando così a chiudere la filiera della produzione del Marango.

#### **-Disciplinari di etichettatura facoltativa presso il MASAF**

Per comunicare ai clienti il valore aggiunto delle modalità di allevamento e alimentazione del Marango, la società si è dedicata alla progettazione di Disciplinari di Etichettatura Facoltativa delle carni bovine, nelle quali sono presenti informazioni facoltative riguardanti il bovino, i metodi di allevamento e di alimentazione mediante un sistema “certificato” che permetta di risalire dalla carne etichettata all'animale.

In conclusione, la strategia di sviluppo individuata dall'azienda risulta innovativa, in quanto ha voluto apportare degli elementi di modernità alle tecniche di fecondazione, ai metodi di allevamento e all'alimentazione, in modo da potenziare l'efficacia nel raggiungimento degli obiettivi. Questa scelta è stata perseguita sebbene, in taluni casi, abbia comportato costi maggiori per la società, come nel caso della scelta del mattatoio. HQF Agricola ha preferito fornirsi dei servizi di un mattatoio di prossimità, invece che optare per strutture più competitive a livello di prezzi ma più distanti dalle sedi di

allevamento, per ridurre l'impatto dello stress del viaggio sui capi. Anche per quanto riguarda gli accordi di filiera con le stalle da latte, la società ha preferito corrispondere un costo maggiore per i vitelli nati da incrocio, in modo da reintegrare il reddito perso delle aziende coinvolte dovuto alla non immediata disponibilità delle fattrici per la produzione di latte, essendo esse impegnate nella lattazione.

### **-Siti produttivi**

Le attività suddette sono svolte da HQF Agricola nei terreni in locazione dall'Istituto Diocesano per il sostentamento del Clero della Diocesi di Rieti nei siti di Accumoli, Amatrice, Leonessa e Rocca Sinibalda nella Provincia di Rieti; nei terreni in conduzione della Azienda Agricola Le Pile nel Comune di Viterbo e dei terreni e stalle di proprietà del Sig. Quinto Lopez di Vetralla (VT) e da ultimo nei terreni di Santa Marinella in provincia di Roma di proprietà della Società Cornelia S.r.l. agricola posseduta al 100% dalla stessa HQF Agricola. Sia i terreni a disposizione che le attività svolte sono ben definiti nel fascicolo aziendale tenuto dall'Agenzia per le Erogazioni in Agricoltura (AGEA) prot. AGEA.CAA2021.2022.0000986.

A seguito di quanto sopra al HQF Agricola ha presentato un progetto di ricerca & sviluppo, ex art. 1 commi 198-209 della Legge n. 160 del 27/12/2019 (Legge di Bilancio 2020) per gli anni 2021-2022 a fronte dei quali ha effettuato:

- (a) per l'anno 2021 investimenti totali, come sopra meglio specificato, pari ad euro 141.029,97 e maturato un credito di imposta pari ad euro 64.663,43;
- (b) per l'anno 2022 investimenti totali pari ad euro 188.720,09 e maturato un credito di imposta pari ad euro 87.631,94. Il tutto come asseverato dal Dr. Alfredo Annibali con proprie attestazioni di revisione del 31/03/2023.

Al fine di implementare e sviluppare il progetto della filiera italiana dei prodotti sostenibili e di alta qualità la HQF Agricola, tramite il Consorzio Italiano di Servizi per l'Agricoltura e l'Ambiente Soc. Coop. a r.l., ha presentato al Ministero delle Politiche Agricole Alimentari e Forestali (MIPAAF) un progetto di Sviluppo della Filiera Italiana dei Prodotti Sostenibili e di Alta Qualità a firma del Dr. Alberto Clementelli e del Dr. Matteo Cavazza. Il progetto è sviluppato sul quinquennio 2022-2026 e prevede un intervento del MIPAAF totale pari ad euro 42.903.722,00 di cui 4.996.200,00 a vantaggio proprio della HQF Agricola a r.l. oltre ad euro 21.117.050,00 a vantaggio della società H.Q.F. Spa.

## **5. DATA DI RIFERIMENTO DELLA STIMA E DOCUMENTAZIONE ESAMINATA**

Per la valutazione mi vengono consegnati dall'Amministratore Unico, i seguenti documenti:

- a) Situazione patrimoniale e conto economico al 1/01/2023;
- b) Bilanci della società 2020, 2021 e 2022 (all.2);
- c) Dichiarazioni dei redditi 2020,2021 e 2022;
- d) Fascicolo aziendale HQF Agricola (all.3);
- e) Contratto di filiera italiana dei prodotti sostenibili e di alta qualità (all.4);
- f) Progetto di ricerca e sviluppo 2021/2022 (all.5);
- g) Attestazione credito d'imposta ricerca e sviluppo 2021/2022 (all.6);
- h) Atto acquisto quote società CORNELIA SRL (all.7);
- i) Perizia CORNELIA SRL dr. Stanislao Lepri;
- j) Perizia CORNELIA SRL Agronomo Marco Cacioni con identificazione delle Rimanenze Animali Riproduttori (all.8);

## **6. LIMITI ED ASSUNZIONI**

Il processo di valutazione è stato svolto e la relazione di valutazione va letta tenendo presente che:

- il contenuto della relazione è una stima indicativa dei valori aziendali generalmente accettati ed applicati attraverso metodologie di valutazione ritenute più appropriate;
- il valore di scambio, o prezzo di un pacchetto di quote, dipende sia da stime tecnico-finanziarie del valore intrinseco considerate in questa relazione e da stime di massima di valori di mercato, che da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale, o da loro particolari attese ed interessi. La presente relazione non è rivolta a soddisfare particolari attese dei soci o aspetti negoziali;
- le valutazioni effettuate sono accurate e, in linea di massima, complete per adempiere all'incarico ricevuto;
- non sono state svolte procedure autonome di revisione di bilancio contabile della società, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale diverse da quelle indicate nel bilancio al 31/12/2022 o legate a rischi di qualsiasi natura non riportate nel bilancio stesso;
- si è proceduto a riscontri e verifiche tra i dati contabili e le dichiarazioni fiscali presentate.

La presente relazione di stima ha come finalità quella di determinare il valore attribuibile alle quote sociali alla data del 1° gennaio 2023, a norma dell'art.1, comma da 105 a 107 della legge di Bilancio 2023. In particolare, in luogo del costo o valore di acquisto delle quote di partecipazione al capitale sociale, i soci potranno assumere il valore al 1° gennaio 2023 della frazione del patrimonio netto della società determinato sulla base della perizia in commento, una volta liquidata, nei termini e con le modalità stabilite per legge, l'imposta sostitutiva del 16%. In tal modo, agli effetti della determinazione delle

plusvalenze e minusvalenze di cui all'art.67, comma 1, lettera c) e c-bis), del Testo unico sulle imposte sui redditi (D.P.R. 22 dicembre 1986 n.17), potrà essere considerato come “valore iniziale” quello peritale, con la conseguenza che verranno successivamente attratti a tassazione, in base al già citato art.2, comma 2, del D.L. 24 dicembre, n.282, i soli incrementi di valore delle quote “maturati” dopo la data del 1° gennaio 2023.

I risultati del presente lavoro non possono essere assunti ed utilizzati per finalità diverse da quelle del presente incarico.

## **7. METODI DI VALUTAZIONE**

Nota metodologica - I principali metodi valutativi

Prima di procedere alla stima del valore della Società oggetto della presente perizia giurata, si ritiene opportuno fornire una breve descrizione dei principali metodi valutativi sviluppati nel corso degli anni, in ambito sia accademico, sia professionale.

In generale, il valore d'impresa esprime un potere d'acquisto conseguente a performance attese e opportunamente scontate. Le performance attese vengono scontate a un tasso di rendimento minimo, congruo a remunerare i fattori tempo e rischio.

In presenza di una forte efficienza del mercato dei capitali e della possibilità di effettuare analisi comparabili, la stima del valore può essere semplificata mediante metodi diretti basati sull'ipotesi di uguaglianza tra intrinsic value e market value.

In alcuni casi, tuttavia, la stima del valore d'impresa non è realizzabile mediante processi di attualizzazione o utilizzando un approccio di tipo diretto. Al verificarsi di tale ipotesi si rende necessario ancorare la stima azionaria al patrimonio netto espresso ai valori correnti.

I principali metodi di valutazione aziendale, tipicamente utilizzati nell'ambito di operazioni di finanza straordinaria, sono:

- I metodi diretti;
- Dividend model;
- Discount Cash Flow;
- I metodi reddituali;
- I metodi patrimoniali;
- I Metodi misti.

I metodi diretti stimano il valore azionario secondo una logica prettamente empirica. Tra i metodi diretti i più noti sono i cosiddetti multipli di mercato basati sul confronto tra prezzi di mercato e dati contabili. Tale approccio alle valutazioni d'azienda è utilizzabile, entro

certi limiti, per la stima d'impresе non quotate mediante uno studio comparato tendente ad equiparare le stesse ad unità similari presenti presso il secondario. Il ricorso a multipli di mercato svolge poi la funzione di controllo dei risultati ottenuti mediante tipici approcci analitici finalizzati all'individuazione di un valore intrinseco<sup>1</sup>.

Il Dividend model si basa sull'idea che il valore azionario sia essenzialmente funzione della capacità prospettica dell'impresa di distribuire dividendi. In particolare, adottando il noto modello di Gordon<sup>2</sup>, il valore azionario è stimato assumendo una crescita dei dividendi ad un tasso costante<sup>3</sup>:

$$S = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Div}_0(1+g)^t}{K_e - g}$$

dove:

W = equity value;

ke = equity cost;

g = tasso di crescita costante.

Abbandonando detta ipotesi ( $\Delta g = 0$ ), la stima dei dividendi attualizzati può essere risolta considerando due o più stadi crescita. Se ci si limita al modello a due stadi, ossia se si considerano due periodi, uno iniziale di durata definita pari a  $t$ , del quale si conosce l'entità dei dividendi attesi ( $\text{Div}_t$ ), il cui ammontare si mantiene stabile nel periodo tra 0 e  $t$ ; l'altro di durata indefinita, cui si associa un tasso di crescita costante dei dividendi ( $g_N$ ), il valore azionario è dato da:

---

<sup>1</sup> Ad esempio tra i multipli di mercato più noti vi è il *price earnings ratio*. Tale multiplo si basa sul confronto tra prezzo per azione e utile per azione.

<sup>2</sup> Cfr. GORDON M., 1962, *The investment, financing and valuation of the corporation*, Homewood, Irwin.

<sup>3</sup> Stante l'ipotesi d'invarianza del tasso  $g$ , il flusso di dividendi attualizzati forma una progressione geometrica, in virtù della quale il coefficiente tra ogni termine e il precedente della serie si mantiene costante.

$$S = \sum_{t=1}^n \frac{\text{Div}_n}{(1 + ke)^n} + \frac{\text{Div}_n (1 + g)}{Ke - g} \left( \frac{1}{(1 + ke)^n} \right)$$

Il metodo del DCF (Discounted Cash Flow), (di cui il modello di Gordon precedentemente esaminato rappresenta una particolare applicazione) può essere declinato secondo un approccio asset side o equity side.

L'approccio asset side è finalizzato alla stima dell'enterprise value (valore complessivo dell'impresa, pari al valore economico degli asset aziendali dal quale poi è comunque possibile ricavare l'equity value, rettificando l'enterprise value in ragione dei debiti finanziari che in base alle scelte del valutatore possono essere considerati a lordo della liquidità effettiva o come posizione finanziaria netta. Con l'approccio equity side, invece, il valore azionario viene misurato in modo diretto.

Per entrambi gli approcci, assume rilevanza il concetto di free cash flow (FCF). Il FCF rappresenta, in sostanza, l'area del cash flow auto-generato "liberamente" utilizzabile dall'impresa, una volta ricostituiti i capitali permanenti e circolanti consumati in ragione della funzione di produzione intesa in senso lato" (Renzi, Vagnani, 2018). Nel caso dell'asset side approach occorre misurare il free cash flow to firm (FCFF) quale componente positiva dell'enterprise value: si tratta di un flusso monetario operativo, depurato dalle imposte ed eventuali nuovi investimenti, che l'impresa può liberamente utilizzare per remunerare in primo luogo i creditori finanziari, in secondo luogo gli azionisti.

Nel caso dell'equity value la componente positiva del valore è rappresentata dal free cash flow to equity (FCFE). Tale forma di FCF riguarda quindi il flusso di cassa residuo spettante all'azionista, una volta rispettati i seguenti vincoli: ricostituzione dei beni consumati nell'espletamento della funzione di produzione; remunerazione dei creditori

finanziari; remunerazione dello Stato (imposte). In altri termini, il FCFE emerge come dividendo potenzialmente distribuibile, al netto di decisioni orientate allo sviluppo di nuovi investimenti, a ridurre il livello di indebitamento e/o a incrementare la liquidità.

Nella figura 1 vengono definite le modalità di calcolo del FCFF e del FCFE, con l'indicazione dei tassi di attualizzazione da applicare alle suddette forme di free cash flow. Sia nell'analisi asset side che in quella equity side occorre rettificare il risultato economico in ragione dei costi e ricavi che non determinano rispettivamente variazioni numerarie negative e positive.

**Figura 1 - Calcolo del FCFF e del FCFE**

| Analisi asset side                                                                  | Analisi equity side                                                                  |
|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|
| Ricavi                                                                              | Ricavi                                                                               |
| (-) Costi del venduto                                                               | (-) Costi del venduto                                                                |
| (-) Altri costi operativi                                                           | (-) Altri costi operativi                                                            |
| (-) Ammortamenti                                                                    | (-) Ammortamenti                                                                     |
| <b>EBIT</b>                                                                         | <b>EBIT</b>                                                                          |
| (-) Imposte sull' EBIT                                                              | (-) Oneri finanziari                                                                 |
| <b>NOPAT</b>                                                                        | (-) Imposte                                                                          |
| (+) Ammortamenti                                                                    | <b>Risultato netto di gestione</b>                                                   |
| (-) Incremento dei crediti commerciali                                              | (+) Ammortamenti                                                                     |
| (+) Decremento dei crediti commerciali                                              | (-) Incremento dei crediti commerciali                                               |
| (-) Incremento del magazzino                                                        | (+) Decremento dei crediti commerciali                                               |
| (+) Decremento del magazzino                                                        | (-) Incremento del magazzino                                                         |
| (+) Incremento dei debiti commerciali                                               | (+) Decremento del magazzino                                                         |
| (-) Decremento dei debiti commerciali                                               | (+) Incremento dei debiti commerciali                                                |
| (-) Nuovi investimenti                                                              | (-) Decremento dei debiti commerciali                                                |
| (+) Disinvestimenti                                                                 | (-) Nuovi investimenti                                                               |
|                                                                                     | (+) Disinvestimenti                                                                  |
| <b>FCFF</b>                                                                         | <b>FCFE</b>                                                                          |
|  |  |
| Costo del capitale (tasso di attualizzazione):<br><b>Wacc</b>                       | Costo del capitale (tasso di attualizzazione):<br><b>ke</b>                          |

In particolare, gli ammortamenti rappresentano un costo sul piano economico irrilevante rispetto alla formazione dei flussi di cassa. Allo stesso modo ad un incremento dei crediti commerciali, che trova contropartita nel conto economico sotto forma di ricavi vendite, non corrisponde una variazione delle disponibilità liquide. Per tale ragione, nel calcolo del cash flow il risultato economico è rettificato negativamente dai nuovi crediti commerciali e positivamente dall'incasso dei crediti commerciali preesistenti. Similmente occorre sottrarre l'eventuale incremento netto delle rimanenze incremento che, sul piano contabile, rappresenta una componente positiva del flusso di reddito. Il ragionamento opposto vale per i debiti commerciali: le variazioni in aumento e in diminuzione dei debiti commerciali vanno considerate rispettivamente con segno positivo e negativo nel calcolo del cash flow. Infine, i nuovi investimenti (considerati al netto di eventuali disinvestimenti) determinano un assorbimento di liquidità.

Le suddette rettifiche riguardano il NOPAT nel caso del FCFF e il risultato netto di gestione nel caso del FCFE. Si può, dunque, affermare che il FCFF e FCFE emergono rispettivamente come NOPAT e risultato netto di gestione normalizzato, entrambi riformulati in chiave finanziaria. In altri termini, il FCFF e il FCFE esprimono la parte finanziariamente rilevante del flusso economico preso a riferimento.

Chiarite le variabili chiave del DCF (nelle due versioni asset ed equity side), consideriamo ora il processo di valutazione di un'impresa articolato nelle seguenti tre **fasi**:

- attualizzazione puntuale dei flussi di cassa attesi;
- calcolo del terminal value (TV);
- calcolo del valore attuale.

La prima fase riguarda un arco temporale rispetto al quale si ritiene di poter effettuare stime previsionali con un buon grado di approssimazione.

La seconda fase emerge dall'indeterminatezza temporale "dell'investimento impresa", da cui scaturisce la necessità di ancorare una parte del valore complessivo alla ipotesi di perpetuità (con o senza crescita) dei risultati attesi.

Infine, la terza fase è finalizzata a definire un valore attuale complessivo pari alla somma tra il valore attuale dei FCF stimati periodo per periodo e il valore attuale del terminal value.

Quindi, indicando con V l'entreprise value e con S l'equity value, supposti N periodi di attualizzazione puntuale, si ha:

$$\text{Asset side} \quad V = \sum_{t=1}^N \text{FCFF}_t \cdot (1 + \text{Wacc})^{-t} + \frac{\text{TV}}{(1 + \text{Wacc})^N}$$

$$\text{Equity side} \quad S = \sum_{t=1}^N \text{FCFE}_t \cdot (1 + \text{ke})^{-t} + \frac{\text{TV}}{(1 + \text{ke})^N}$$

dove:

- S = equity value
- V = enterprise value
- $\tau$  = tax rate
- S+D = struttura finanziaria attesa
- Wacc = costo medio ponderato del capitale
- NFP = net financial position
- UFCF = unlevered free cash flow atteso
- TV = terminal value
- g = tasso di crescita costante

Riguardo al terminal value l'analisi può essere condotta in assenza di crescita, oppure considerando uno o più tassi di crescita. Limitandoci per semplicità all'ipotesi di un tasso di crescita costante, il terminal value può essere stimato adottando la logica proposta da Gordon:

$$\text{Asset side} \quad TV = \frac{FCFF_N(1+g)}{Wacc-g} = \frac{FCFF_{N+1}}{Wacc-g}$$

$$\text{Equity side} \quad TV = \frac{FCFE_N(1+g)}{ke-g} = \frac{FCFE_{N+1}}{ke-g}$$

Quindi, combinando le suddette relazioni si ottiene:

$$\text{Asset side} \quad V = \sum_{t=1}^N FCFF_t \cdot (1+Wacc)^{-t} + \frac{FCFF_N \cdot (1+g)}{(1+Wacc)^N} \cdot \frac{Wacc-g}{Wacc-g}$$

$$\text{Equity side} \quad S = \sum_{t=1}^N FCFE_t \cdot (1+ke)^{-t} + \frac{FCFE_N \cdot (1+g)}{(1+ke)^N} \cdot \frac{ke-g}{ke-g}$$

**Riguardo al Wacc**, la formula base è la seguente:

$$Wacc = \frac{k_i \cdot D \cdot (1-t)}{S+D} + \frac{k_e \cdot S}{S+D}$$

I rapporti  $D/(S+D)$  e  $S/(S+D)$  rappresentano fattori di ponderazione relativi rispettivamente all'incidenza del valore dei debiti e dell'equity sul valore complessivo (V).

Il tasso di interesse  $k_i$  esprime sinteticamente il costo unitario del capitale di debito, ovvero il rendimento richiesto dai creditori, in ragione del fattore tempo e del rischio di credito che l'impresa trasferisce agli stessi.

Il costo del debito è ponderato per il complemento a 1 del tax rate ( $\tau$ ), al fine di esplicitare il cosiddetto scudo fiscale, ossia la deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Al riguardo, è bene chiarire che in diversi Paesi la deducibilità degli oneri finanziari incontra limiti di natura normativa, il cui principale scopo è quello di limitare i rischi connessi ad un eccessivo ricorso alla leva finanziaria (o leva del debito).

In Italia, l'attuale normativa prevede che gli oneri finanziari siano deducibili “[...] nel periodo di imposta fino a concorrenza dell’ammontare degli interessi attivi e proventi finanziari assimilati di competenza del periodo di imposta incrementati dell’ammontare delle eccedenze di interessi attivi e proventi finanziari assimilati riportati da periodi di imposta precedenti. La deduzione dell’eventuale eccedenza è subordinata alla verifica della capienza rispetto al 30 % del R.O.L. (Risultato Operativo Lordo)”<sup>4</sup>:

**Tabella. 1 – Deducibilità degli interessi passivi**

|                                                                                        |
|----------------------------------------------------------------------------------------|
| interessi attivi e proventi assimilati di competenza del periodo                       |
| (+) eccedenze di interessi attivi e proventi assimilati riportati da periodi pregressi |
| (+) Quota 30% R.O.L. di periodo                                                        |
| <b>= Plafond max. interessi passivi deducibili nel periodo</b>                         |

Fonte: Sito web “Fisco e Tasse” (<https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/13405-interessi-passivi-la-nuova-deducibilita.html>).

Riguardo la stima del costo dell’equity (ke), quale componente del Wacc in una valutazione asset side o tasso di attualizzazione in una valutazione equity side, il modello più utilizzato dagli analisti finanziari è il CAPM (Capital Asset Pricing Model)<sup>5</sup>. Il CAPM lega i rendimenti attesi al rischio sistematico, ossia a quella parte di rischio non diversificabile<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Sito web “Fisco e Tasse” (<https://www.fiscoetasse.com/approfondimenti/13405-interessi-passivi-la-nuova-deducibilita.html>)

<sup>5</sup> Analisi empiriche hanno evidenziato che, a livello mondiale, circa l’80% degli analisti usa il CAPM sia nell’ambito delle stime rischio-rendimento volte ad ottimizzare gli investimenti azionari, sia in sede di valutazioni d’impresa funzionali a operazioni di finanzia straordinaria.

<sup>6</sup> Il ragionamento sottostante è il seguente: poiché l’investitore ha la facoltà di far tendere a zero il rischio specifico mediante la costituzione di portafogli altamente diversificati, il premio per il rischio azionario è, in ipotesi di equilibrio del mercato dei capitali, funzione esclusiva del rischio sistematico (o rischio non diversificabile). Infatti, il CAPM trae spunto da due passaggi teorici fondamentali: la teoria di portafoglio di Markowitz; il modello della Capital Market Line (CML). Gli studi di Markowitz dimostrano come la diversificazione consenta l’ottimizzazione dei portafogli finanziari, ossia l’individuazione della frontiera efficiente, quale insieme dei portafogli che più soddisfano la relazione rischio-rendimento: massimo rendimento per un dato rischio; minimo rischio per un dato rendimento (MARKOWITZ H. M., 1952, “Portfolio selection”, in *Journal of Finance*, n. 7, pp. 77-91). Il modello della CML - nato da un’intuizione di Tobin (TOBIN J., 1958, *Liquidity preference as behavior toward risk*, in *Review of Economic Studies*, pp. 65-86)

In particolare, l'analisi dell'equity cost ( $k_e$ ) secondo il CAPM si fonda sulla combinazione delle seguenti variabili:

- il risk free rate ( $R_f$ );
- il premio di mercato ( $\tilde{R}_m$ );
- il coefficiente beta ( $\beta_j$ ).

|      | Gennaio | Febbraio | Marzo  | Aprile | Maggio | Giugno | Luglio | Agosto | Settembre | Ottobre | Novembre | Dicembre       | Media  |
|------|---------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|---------|----------|----------------|--------|
| 2023 | 3,662%  | 3,804%   | 3,86%  |        |        |        |        |        |           |         |          |                | 3,776% |
| 2022 | 0,780%  | 1,170%   | 1,194% | 1,728% | 2,191% | 2,789% | 2,547% | 2,573% | 3,454%    | 3,830%  | 3,529%   | 3,597%         | 2,449% |
| 2021 | 0,310%  | 0,290%   | 0,354% | 0,443% | 0,578% | 0,459% | 0,354% | 0,261% | 0,370%    | 0,499%  | 0,515%   | 0,55%          | 0,415% |
|      |         |          |        |        |        |        |        |        |           |         |          | Risk free rate | 2,213% |

Il risk free rate si qualifica come rendimento puro, ossia come remunerazione del fattore tempo in condizioni di certezza<sup>7</sup>. Il rendimento di mercato esprime un ritorno

---

assume particolare rilevanza, in quanto costituisce la base concettuale di successivi studi che hanno condotto alla elaborazione di modelli rischio-rendimento tuttora molto utilizzati dagli analisti finanziari. Tobin ipotizza l'esistenza di titoli di debito privi di rischio cui si applica un *risk free rate*. Accade così che se gli investitori rinunciano ad operare in condizioni di certezza, e quindi acquistano azioni, sono premiati in ragione dello *spread* tra il tasso di rendimento atteso (da una azione o da un portafoglio azioni) e il tasso che remunera l'arco temporale durante il quale i consumi attuali vengono posticipati. Nel contesto descritto, il processo di *asset allocation* si realizza secondo il c.d. "teorema dei fondi separati", in base al quale l'investitore ha la facoltà di operare continui arbitraggi tra il portafoglio di mercato e il debito privo di rischio. In particolare, detto teorema prevede due momenti decisionali distinti: la selezione delle azioni che, stante l'omogeneità delle aspettative, conduce alla costituzione del portafoglio di mercato; la combinazione del portafoglio azionario con l'acquisto o l'emissione di titoli di debito *risk free*: coloro che intendono ridurre il rischio al di sotto della volatilità media di mercato, senza rinunciare completamente al possesso di azioni, costituiscono portafogli misti, composti in parte da titoli rischiosi e in parte da titoli non rischiosi. Viceversa, coloro che desiderano aumentare il rendimento atteso oltre il rendimento medio di mercato, utilizzano i titoli non rischiosi come fonte di finanziamento.

<sup>7</sup> Il *risk free rate* (tasso privo di rischio) costituisce un parametro essenziale per la stima del premio che l'investitore riceve in ragione della sua rinuncia ad acquistare titoli di debito aventi performance attese certe. Tale tasso, tuttavia, rappresenta un parametro convenzionale. Si tratta, cioè, di un'astrazione teorica, in quanto, nella realtà, a nessun tipo di attività finanziaria può essere associata una volatilità nulla. Con riguardo, in particolare, ai titoli di debito, il rischio scaturisce dalla possibilità che il creditore debba rivalersi sul patrimonio dell'emittente, qualora quest'ultimo non rispetti, quantitativamente e temporalmente, il servizio di debito. Il rischio d'insolvenza permane anche quando il debitore appare particolarmente solido, in virtù del fatto che situazioni di dissesto finanziario possono manifestarsi in modo improvviso.

Si deve, pertanto, concludere che l'individuazione del rendimento privo di rischio può essere solo approssimata, facendo riferimento a titoli di debito caratterizzati da un elevatissimo standing creditizio. Nella pratica, gli analisti finanziari tendono a considerare come attività non rischiose titoli del debito pubblico.

Un aspetto delicato, foriero di dibattito tra gli studiosi e all'interno della comunità finanziaria, attiene alla durata del titolo da assumere come privo di rischio: una volta individuato il soggetto emittente che offre le migliori garanzie, occorre scegliere tra obbligazione di breve o di lungo termine. Secondo alcuni studiosi il rendimento atteso si qualifica come tasso puro di mercato quando, da un lato, la solvibilità dell'emittente è "massima", dall'altro, la durata dell'obbligazione è breve. La durata, infatti, agisce

medio atteso dalle azioni negoziate presso il mercato dei capitali. Infine, il coefficiente beta misura la quota parte di rischio sistematico assorbita dal titolo specifico.

Sulla base di tali parametri l'equity cost ( $Ke_j$ ) relativo all'impresa  $j$ -esima è calcolato come:

$$ke_j = R_f + (\tilde{R}_m - R_f) \cdot \beta_j$$

Ne consegue che  $ke_j$  eccede il risk free rate in funzione del premio medio di mercato  $(\tilde{R}_m - R_f)$  ponderato per l'indice beta, quale misura dell'intensità con cui la dinamica del rischio sistematico si riflette su un dato titolo.

Nota la grandezza  $ke_j$ , tale indice può essere facilmente derivato:

$$\beta_j = \frac{ke_j - R_f}{\tilde{R}_m - R_f}$$

Il fattore beta, pertanto, misura il rapporto tra due premi per il rischio: il premio relativo all'attività sottoposta a stima; il premio medio di mercato. Il primo esprime una remunerazione aggiuntiva rispetto al tasso  $R_f$  dovuta alla rischiosità connessa all'asset  $j$ -esimo; il secondo misura quanto mediamente sono premiati, in termini di rendimento

---

positivamente sulla volatilità di mercato dei titoli negoziati a tassi fissi. In particolare, al crescere della durata finanziaria aumenta la sensibilità dei prezzi rispetto alla volatilità dei tassi.

Tale impostazione è, però, solo parzialmente corretta, in quanto non tiene conto del fatto che il CAPM è tipicamente utilizzato per determinare il costo del capitale proprio connesso ad attività durevoli (imprese o investimenti immobilizzati). Esiste, cioè, un problema di coerenza temporale tra la durata dell'attività oggetto di stima e la vita residua delle variabili che entrano in gioco per la determinazione del fattore di sconto.

Da un punto di vista operativo, l'individuazione del tasso *risk free* può realizzarsi secondo due principali modalità:

- la rilevazione puntuale che prevede che il rendimento attuale del titolo privo di rischio sia assunto come tasso *risk free*;
- la rilevazione su base storica del valore medio del tasso *risk free*.

Tra le due alternative è preferibile la seconda, in considerazione del fatto che, nell'ambito del CAPM, la grandezza in questione viene considerata come costante: il riferimento ad un valore medio appare più coerente con il CAPM, rispetto al valore attuale che varia, tempo per tempo, in ragione delle oscillazioni del ciclo economico e della politica monetaria adottata dalla Banca Centrale (Cotta Ramusino, Rinaldi, 2004, pp. 492-494).

Sulla base di quanto sopra descritto, in merito alle problematiche circa l'individuazione di un tasso di interesse che rappresenti una buona proxy del *risk free rate*, appare di buon senso fare riferimento alla media, calcolata in un arco di tempo pluriennale, del Rendistato elaborato dalla Banca D'Italia e che si qualifica come "il rendimento medio ponderato di un paniere di titoli di Stato" (Banca d'Italia: <https://www.bancaditalia.it/compiti/operazioni-mef/rendistato-rendiob/>).

atteso, gli investitori che, investendo nel mercato azionario, rinunciano alla condizione di certezza.

L'ultima relazione proposta, pur essendo esplicativa sul piano concettuale, non è direttamente utilizzabile per la stima del beta. Infatti, poiché  $\sigma_{j,m}$  rappresenta l'incognita del problema, il beta j-esimo si qualifica come misura statistica basata sul confronto tra la covarianza  $\sigma_{j,m}$  (covarianza tra l'attività j-esima e il portafoglio di mercato) e la varianza  $\sigma_m^2$  (varianza del portafoglio di mercato):

$$\beta_j = \frac{\sigma_{j,m}}{\sigma_m^2}$$

In sintesi: la covarianza  $\sigma_{j,m}$  esprime il rischio sistematico dell'attività j-esima; la varianza  $\sigma_m^2$  esprime il 100% del rischio sistematico; l'indice beta costituisce il coefficiente di rischio sistematico.

In presenza di debiti finanziari, il coefficiente di rischio sistematico deve essere espresso in termini di beta levered, pari al beta unlevered rettificato in ragione della struttura finanziaria attesa e tenuto conto dello scudo fiscale, ossia della deducibilità fiscale degli oneri finanziari<sup>8</sup>. In particolare, in presenza di debiti, occorre calcolare il beta levered secondo la nota formula:

$$\beta_{j(L)} = \beta_{j(U)} [1 + d(1 - \tau)]$$

dove:

$\beta_{j(L)}$  = beta *levered* dell'impresa j-esima;

$\beta_{j(U)}$  = beta *unlevered* dell'impresa j-esima.

$d$  = tasso di indebitamento pari al rapporto tra debiti e patrimonio netto emergenti dalla struttura finanziaria attesa (o obiettivo).

Anche con riferimento al calcolo del beta levered, l'utilizzo dello scudo fiscale  $(1 - \tau)$  deve tener conto dell'attuale regime di deducibilità degli interessi passivi<sup>9</sup>.

Da quanto sopra descritto si ricava che la procedura di stima dell'equity cost (in condizioni sia unlevered che levered) presuppone la possibilità di calcolare il rischio sistematico correlando direttamente i rendimenti del singolo titolo con quelli medi di mercato. Sul piano teorico detta correlazione prevede, da un lato, un tendenziale equilibrio del mercato dei capitali, dall'altro la possibilità, per gli analisti, di operare stime prospettiche basate sulle aspettative degli investitori.

---

<sup>8</sup> HAMADA R.S., 1972, "The effect of the firm's capital structure on the systematic risk of common stocks," in *Journal of Finance*, 27, pp. 435-452.

<sup>9</sup> Cfr. Tabella 1.

Dal punto di vista applicativo, tuttavia, occorre sottolineare come l'uso che gli analisti finanziari fanno del CAPM sia spesso fondato su forti compromessi, tali da rendere il modello utilizzato nella realtà operativa sostanzialmente diverso rispetto alla sua versione originaria. Infatti, nella generalità dei casi, gli analisti prediligono costruire regressioni lineari su base storica, il che implica un'evidente forzatura, presupponendo che la sensibilità pregressa del rendimento del singolo titolo al rendimento del portafoglio di mercato rappresenti una proxy del beta atteso.

In particolare, adottando il c.d. approccio top-down, il rendimento storico di un titolo viene stimato, periodo per periodo, come variazione percentuale del suo valore di mercato. Inoltre, il portafoglio di mercato viene generalmente approssimato ad un paniere di titoli sufficientemente rappresentativo (indice di borsa). Una volta stimati i rendimenti medi relativi al singolo titolo e al mercato, il coefficiente di regressione ( $\beta$ ), l'intercetta della regressione ( $\alpha$ ) e l'errore standard ( $\varepsilon$ ), si ottiene:

$$ke_j = \alpha + \beta_j (\bar{R}_m) + \varepsilon$$

La procedura proposta in ordine alla stima del beta non è direttamente applicabile ad aziende non quotate per le quali manca il riferimento al market value maturato dall'impresa nei singoli periodi di analisi<sup>10</sup>. Al riguardo, il modo più semplice per stimare il beta di un'impresa non quotata è quello di utilizzare il beta unlevered del settore di riferimento.

I metodi reddituali si fondano sul presupposto che il valore d'impresa sia funzione della capacità reddituale dell'impresa.

Esistono diverse formulazioni per la determinazione del valore in funzione del reddito atteso. La più nota prevede il calcolo di una rendita perpetua mediante il confronto tra un reddito netto normalizzato (RN') e l'equity cost (Ke):

$$W = \frac{RN'}{ke}$$

L'attualizzazione nel perpetuo del reddito netto normalizzato è congruente con l'ipotesi d'indeterminatezza della vita residua dell'impresa oggetto di valutazione.

Nel caso d'impresе di progetto (aventi una scadenza predefinita), è opportuno, da un lato, procedere ad attualizzazioni puntuali, dall'altro, considerare come componente positiva il valore attualizzato del flusso finale (VF) conseguente alla liquidazione dell'attività<sup>11</sup>:

<sup>10</sup> Cfr. Brigham E. F., Houston J.F., 2007, *Fundamentals of financial management*, Thomson South-Western, Natorp Boulevard, USA, p. 348.

<sup>11</sup> Cfr. Zanda G., Lacchini M., Onesti T., 2001, *La valutazione delle aziende*, IV ed., Giappichelli, Torino, p. 93.

$$W = \frac{RN_1}{1+Ke} + \frac{RN_2}{(1+Ke)^2} + \dots + \frac{RN_n}{(1+Ke)^n} + \frac{VF_n}{(1+Ke)^n}$$

I metodi patrimoniali si fondano su un'idea statica del valore d'impresa, in base alla quale il potere d'acquisto delle attività economiche dipende dal patrimonio netto opportunamente rettificato.

In sostanza, il patrimonio netto espresso a valori correnti esprime il costo di ricostituzione dei beni necessari al funzionamento aziendale.

Tra i metodi in oggetto si distinguono:

- il metodo patrimoniale semplice;
- il metodo patrimoniale complesso.

Il primo lega il valore d'impresa esclusivamente ai beni di natura materiale; il secondo tiene conto anche dei beni immateriali.

Tale logica presenta degli evidenti limiti dovuti, essenzialmente, all'enfasi posta sulle variabili stock (attività e passività) e alla parallela esclusione delle variabili flusso (flussi economici e finanziari). Tuttavia, per alcune tipologie d'impresa, la valutazione su base patrimoniale emerge come l'approccio più appropriato.

In generale, il metodo patrimoniale (sia nella versione semplice che in quella complessa) può rappresentare una buona approssimazione del valore economico, nel caso in cui la stima valutativa riguardi: imprese operanti in contesti caratterizzati da elevata efficienza informativa; imprese aventi carattere strumentale, il cui valore intrinseco dipende essenzialmente dallo svolgimento di specifiche attività operative.

Il metodo misto prevede che il valore d'impresa sia stimato come somma tra il patrimonio netto rettificato (PN') e il goodwill (G). Esistono diverse formulazioni del metodo in questione. Per brevità ci limitiamo ad indicare la nota formula:

$$W = G + PN = \frac{RN' - ke(PN)}{ke} + PN'$$

La suddetta formula presenta il vantaggio di evidenziare separatamente la componente patrimoniale del valore da quella economica. In particolare, il divario  $RN' - Ke(PN)$  esprime, se positivo, il cosiddetto sovra-reddito che sta alla base del processo di creazione del valore. Il rapporto tra il sovra-reddito e il costo dell'equity (Ke) esprime a sua volta il goodwill, ossia la componente del valore economico complessivo che eccede il valore contabile misurato in termini di patrimonio netto (PN), quest'ultimo opportunamente

rettificato in funzione di potenziali svalutazioni dell'attivo, costi straordinari riconducibili a cause legali, ecc.

Il metodo prescelto richiede la stima costo dell'equity. Come evidenziato nella nota metodologica lo strumento tipico per tali stime è il CAPM (Capital Asset Pricing Model). Al riguardo, si evidenzia che il CAPM è facilmente applicabile, seppure con dei compromessi di ordine pratico, nel caso di imprese quotate, per le quali è possibile definire il beta azionario come coefficiente di regressione emergente dalla correlazione tra il rendimento medio di mercato e rendimento del titolo oggetto di valutazione, entrambi rilevati su base storica.

Nel caso di imprese non quotate l'analisi si basa, normalmente, secondo un approccio indiretto. In particolare, il modo più semplice per stimare il beta di un'impresa non quotata è quello di utilizzare il beta unlevered del settore di riferimento, per poi rettificare lo stesso in ragione del tasso d'indebitamento specifico dell'impresa e dello scudo fiscale. L'analisi settoriale può essere migliorata passando da una logica top-down ad un approccio bottom-up. Nell'approccio bottom-up, il rischio (sia specifico che sistematico) emerge dalla combinazione tra il profilo strutturale/finanziario dell'impresa ed il grado di volatilità intrinseca ad un certo core business. In sostanza, l'equity cost viene espresso in funzione di fattori firm specific<sup>12</sup>.

Tuttavia, con riferimento alla perizia in oggetto, si evidenzia come i documenti a disposizione non consentano un'analisi rischio-rendimento di tipo bottom up. Pertanto, nelle condizioni date, si rende necessario utilizzare come beta unlevered il beta medio unlevered del settore di riferimento identificato nel **settore di Food Processing**.

Per estrapolare il beta settoriale si è ritenuto opportuno utilizzare la banca dati del Prof. Damodaran. Nella Tabella che segue sono riportati i valori beta ed Cost of Equity beta unlevered settoriali nell'area "Europa Occidentale"; ed è evidenziato il beta unlevered relativo al settore di riferimento della Società oggetto della presente perizia giurata.

---

<sup>12</sup> Segnatamente, l'approccio in questione porta a considerare come principali driver del rischio azionario i seguenti tre fattori: *l'intrinsic business risk*; la leva operativa; la leva finanziaria. Per approfondimenti si rinvia a: Renzi A., Sancetta G., Orlando B. (2015), "A bottom up approach to unlevered risk in a financial and managerial perspective", in Giuseppe S., Strangio D. (edit by), *Italy in The European Context. New Perspective of Research in Economics, Environment and Business*, Palgrave; Renzi A. (2013), "Approfondimento DCF: l'equity cost di un nuovo business" in Renzi A., Vagnani G. (a cura di), *Imprenditorialità, capitale di sviluppo e valore*, Giappichelli, Torino; Renzi A. (2012), "Il CAPM nel governo dell'impresa: approccio bottom up", in Renzi A., Gennaro A., Sancetta G., *Costo del capitale e governo d'impresa. Fondamentali aziendali e comunicazione d'impresa nella prospettiva rischio-rendimento*, Giappichelli, Torino.

|                        |               |
|------------------------|---------------|
| <b>Industry Name</b> ▼ | <b>Beta</b> ▼ |
| Food Processing        | 0,77          |

## 8. METODOLOGIE DI VERIFICA UTILIZZATE

Il sottoscritto perito ha organizzato una serie di riunioni di lavoro con i responsabili della società oggetto di valutazione; nel corso di tali riunioni si sono approfonditi gli aspetti peculiari delle procedure di controllo e pianificazione in essere e sono state messe a punto le richieste documentali, le metodologie di controllo, nonché le collaborazioni di cui il perito si sarebbe avvalso per lo svolgimento del lavoro.

Sono stati richiesti ed esaminati i documenti di carattere generale necessari ad acquisire le informazioni di base relative alla società oggetto di valutazione.

Sono state assunte informazioni circa l'esistenza e lo stato di cause contrattuali, di cause di lavoro, nonché di accertamenti fiscali in corso, al fine di sincerarsi dell'insussistenza di eventuali passività potenziali non riflesse nella situazione patrimoniale di riferimento. A seguito degli incontri suddetti ed dopo una accurata analisi economico-reddituale-patrimoniale il sottoscritto perito ritiene opportuno, al fine di assicurare il rispetto dell'art. 2437, terzo comma, c.c., verificato l'impossibilità di reperire notizie di scambi di partecipazioni di società aventi situazioni comparabili ha ritenuto opportuno adottare nella stima della quota di partecipazione nella società HQF Agricola a r.l. quale idonea combinazione di metodi patrimoniali e reddituali, **il cosiddetto metodo misto (patrimoniale-reddituale) con stima autonoma dell'avviamento**. Il suddetto metodo misto ha, quale caratteristica essenziale, la ricerca di un risultato finale che valorizzi contemporaneamente gli elementi oggettivi propri dell'aspetto patrimoniale e le attese

reddituali che costituiscono una componente essenziale del valore del capitale economico. Nella versione più utilizzata il metodo porta all'evidenziazione accanto ed in aggiunta al capitale netto rettificato determinato con tecniche patrimoniali, di un valore, detto avviamento o goodwill, espressivo della capacità della azienda di produrre un sovrareddito, cioè un reddito superiore a quello corrispondente alla normale remunerazione del capitale investito, opportunamente attualizzato. In linea di prima approssimazione, si può sostenere che il capitale netto rettificato è il risultato che si ottiene, attraverso l'analisi patrimoniale, partendo dal capitale netto di bilancio, espresso da una situazione patrimoniale riferita a una data specifica (corrispondente alla data di riferimento della valutazione), apportando allo stesso una serie di rettifiche derivanti: (a) dalla revisione e dalla correzione contabile degli elementi patrimoniali attivi e passivi; (b) dalla stima dei crediti; (c) dalla eventuale attualizzazione dei debiti finanziari; (d) dalla quantificazione degli oneri fiscali potenziali collegati all'espressione a valori correnti di talune attività.

Per quanto riguarda l'avviamento, si può affermare, sempre in linea di prima approssimazione, che esso è frutto dell'attualizzazione dei risultati medi per un numero illimitato di anni, opportunamente quantificati, ridotti del costo del capitale sul capitale investito. Attraverso la stima autonoma dell'avviamento, in sostanza si aggiunge al valore statico patrimoniale, la capacità a generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi. Il metodo misto patrimoniale-reddituale rappresenta, soprattutto nel caso di realtà di medio-piccola dimensione per le quali si reputa opportuno considerare il contributo sia della dimensione patrimoniale che dei risultati, una ottima sintesi oltremodo appropriata per aziende agricole dove l'aspetto reddituale diventa oltremodo rilevante tipo la fattispecie in analisi. Quindi con tale metodo si valorizza dapprima il valore minimo aziendale costituito dal patrimonio netto rettificato per poi aggiungere il "sovrareddito"

ovvero la capacità della azienda di conseguire una remunerazione superiore a quella che imprese simili ottengono mediamente con un certo ammontare di patrimonio netto. Più specificatamente il metodo misto richiede che sia valutato anche il contributo della dimensione reddituale, ovvero il risultato economico che un'impresa è in grado di produrre in normali condizioni di operatività stabilmente nel futuro, tenendo conto dei risultati del passato e delle strategie in corso di implementazione. Una delle formule utilizzata per la valutazione attraverso il metodo misto patrimoniale reddituale con stima autonoma del goodwill è la seguente:

$$W = G + PN = \frac{RN' - k_e(PN)}{k_e} + PN'$$

dove

W = valore del capitale economico di azienda

G = goodwill

PN' = patrimonio netto rettificato

RN' = Reddito Netto normalizzato

K<sub>e</sub> = Cost of Equity

## **9. PN' = PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO**

La determinazione del Patrimonio Netto Rettificato avviene apportando al Patrimonio Netto Contabile (PNC) del bilancio, alla data di riferimento della stima, le rettifiche positive o negative emergenti dalla valutazione delle singole poste che compongono l'attivo ed il passivo di bilancio. Trattasi sostanzialmente di sostituire ai valori espressi dal

**bilancio** di esercizio, normalmente a costi storici e valori nominali, valori di sostituzione nello stato d'uso in cui i beni si trovano, oppure valori di realizzo.

Operativamente, con i limiti di osservatore esterno di fatti storicamente verificatesi ed accertati sulla base dei documenti forniti ed in relazione alle notizie raccolte durante i sopralluoghi effettuati presso l'azienda, si è proceduto alla revisione degli elementi attivi e passivi esposti nel bilancio. Con riferimento alla data del 01.01.2023 si sono espressi a valori correnti e/o di sostituzione nello stato d'uso gli elementi attivi e passivi, determinando così plusvalenze e minusvalenze che si sono aggiunte al Patrimonio Netto

|                                       |                                                                         |              |                                                   |                                        |              |
|---------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------|--------------|---------------------------------------------------|----------------------------------------|--------------|
| Ditta<br>7068                         | H.Q.F. SOCIETA' AGRICOLA A R.L.<br>VIA LUIGI ANTONELLI 10<br>00100 ROMA | RM           | Codice attivita'<br>Codice fiscale<br>Partita IVA | 015000 -<br>15133911006<br>15133911006 |              |
| SITUAZIONE PATRIMONIALE AL 01/01/2023 |                                                                         |              | DAL                                               | AL 01/01/2023                          | Pagina 1     |
| ATTIVITA'                             |                                                                         |              | PASSIVITA'                                        |                                        |              |
| CONTO                                 | DESCRIZIONE CONTO                                                       | SALDO        | CONTO                                             | DESCRIZIONE CONTO                      | SALDO        |
| 03/05/501                             | COSTI DI IMPIANTO E AMPLIAMENTO                                         | 32.112,80    | 07/05/020                                         | F/AMM COSTRUZIONI LEGGERE              | 180,00       |
| 03/05/010                             | RETE DI IMPRESA                                                         | 10.000,00    | 07/05/***                                         | F/AMM FABBRICATI                       | 180,00       |
| 03/05/***                             | COSTI DI IMPIANTO E AMPLIAMENTO                                         | 42.112,80    | 07/10/015                                         | F/AMM MACCHINARI                       | 147,54       |
| 03/15/015                             | SOFTWARE CICLO VITA MARANGO                                             | 14.800,00    | 07/10/501                                         | F/AMM MACCHINE AGRICOLE                | 607,50       |
| 03/15/***                             | DIRITTI DI BREV.E UTIL.OPERE ING                                        | 14.800,00    | 07/10/***                                         | F/AMM IMPIANTI E MACCHINARIO           | 755,04       |
| 03/20/015                             | LICENZA DISCIPLINARE                                                    | 9.000,00     | 07/20/010                                         | F/AMM MACCH. ELETTRIC. D'UFF.          | 310,00       |
| 03/20/***                             | CONCESSIONI, LICENZE, MARCHI                                            | 9.000,00     | 07/20/***                                         | F/AMM. MOBILI E MACCH. D'UFFICIO       | 310,00       |
| 03/35/502                             | TITOLI AZIONARI BCC                                                     | 1.033,00     | 07/30/501                                         | F/AMM ANIMALI RIPRODUTTORI             | 47.989,21    |
| 03/35/501                             | QUOTE PAC, LATTE, DIR. REIM. V                                          | 5.900,00     | 07/30/***                                         | F/AMM. ALTRI BENI                      | 47.989,21    |
| 03/35/***                             | ALTRE IMMOB.ZIONI IMMATERIALI                                           | 6.933,00     | 07/*/**                                           | F/AMM IMMOB. MATERIALI                 | 49.234,25    |
| 03/*/**                               | IMMOBILIZZAZIONI IMMATERIALI                                            | 72.845,80    |                                                   |                                        |              |
|                                       |                                                                         |              | 24/05/002                                         | BANCA BCC 5600                         | 3.167,93     |
| 06/05/020                             | COSTRUZIONI LEGGERE                                                     | 900,00       | 24/05/***                                         | DEPOSITI BANCARI E POSTALI             | 3.167,93     |
| 06/05/***                             | TERRENI E FABBRICATI                                                    | 900,00       | 24/*/**                                           | DISPONIBILITA' LIQUIDE                 | 3.167,93     |
| 06/10/504                             | RECINZIONI                                                              | 45.310,00    |                                                   |                                        |              |
| 06/10/508                             | POZZO                                                                   | 3.000,00     | 28/05/501                                         | CAPITALE SOCIALE                       | 10.000,00    |
| 06/10/015                             | MACCHINARI                                                              | 1.475,41     | 28/05/***                                         | CAPITALE                               | 10.000,00    |
| 06/10/501                             | MACCHINE AGRICOLE                                                       | 13.500,00    | 28/20/005                                         | RISERVA LEGALE                         | 2.500,00     |
| 06/10/***                             | IMPIANTI E MACCHINARIO                                                  | 63.285,41    | 28/20/***                                         | RISERVA LEGALE                         | 2.500,00     |
| 06/20/010                             | MACCHINE ELETTRIC. D'UFFICIO                                            | 1.550,00     | 28/35/005                                         | RISERVA STRAORDINARIA                  | 240.547,40   |
| 06/20/***                             | MOBILI E MACCH.D'UFF.(ALTRI BENI)                                       | 1.550,00     | 28/35/027                                         | VERSAMENTI SOCI IN C/CAPITALE          | 50.000,00    |
| 06/30/501                             | ANIMALI RIPRODUTTORI                                                    | 118.000,00   | 28/35/***                                         | ALTRE RISERVE                          | 290.547,40   |
| 06/30/***                             | ALTRI BENI                                                              | 118.000,00   | 28/45/090                                         | RISULTATO DI ESERCIZIO                 | 367.752,82   |
| 06/*/**                               | IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI                                              | 183.735,41   | 28/45/***                                         | UTILE (PERDITA) DELL'ESERCIZIO         | 367.752,82   |
|                                       |                                                                         |              | 28/*/**                                           | PATRIMONIO NETTO                       | 670.800,22   |
| 09/05/005                             | PARTEC. IN IMPRESE CONTROLLATE                                          | 523.000,00   |                                                   |                                        |              |
| 09/05/***                             | PARTECIPAZIONI                                                          | 523.000,00   | 34/05/006                                         | MUTUO BCC 134/854556                   | 517.846,66   |
| 09/*/**                               | IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE                                            | 523.000,00   | 34/05/***                                         | DEBITI V/BANCHE                        | 517.846,66   |
|                                       |                                                                         |              | 34/*/**                                           | DEBITI V/BANCHE                        | 517.846,66   |
| 11/20/010                             | ACCRESIMENTO BESTIAME                                                   | 360.000,00   |                                                   |                                        |              |
| 11/20/***                             | PRODOTTI FINITI E MERCI                                                 | 360.000,00   | 36/05/005                                         | SOCI C/FINANZIAMENTI (INFRUTT.)        | 201.979,76   |
| 11/*/**                               | RIMANENZE                                                               | 360.000,00   | 36/05/***                                         | DEBITI V/ALTRI FINANZIATORI            | 201.979,76   |
|                                       |                                                                         |              | 36/*/**                                           | DEBITI V/ALTRI FINANZIATORI            | 201.979,76   |
| 14/00000                              | CREDITI V/CLIENTI                                                       | 247.908,97   |                                                   |                                        |              |
|                                       |                                                                         |              | 40/00000                                          | DEBITI V/FORNITORI                     | 201.669,00   |
| 18/45/090                             | CREDITO DI IMPOSTA RICERCA E SVI                                        | 225.548,40   |                                                   |                                        |              |
| 18/45/505                             | CREDITI DIVERSI                                                         | 8.436,00     | 48/05/080                                         | ERARIO C/RIT. LAVORO DIPENDENTE        | 1.944,00     |
| 18/45/511                             | CREDITI REGIONE LAZIO PSR PRIMO                                         | 21.000,00    | 48/05/***                                         | DEBITI TRIBUTARI                       | 1.944,00     |
| 18/45/***                             | CREDITI VARI                                                            | 254.984,40   | 48/*/**                                           | DEBITI TRIBUTARI                       | 1.944,00     |
| 18/*/**                               | ALTRI CREDITI                                                           | 254.984,40   |                                                   |                                        |              |
|                                       |                                                                         |              | 50/05/505                                         | DEBITO INPS                            | 2.260,00     |
| 24/05/001                             | BANCAETICA 16796989                                                     | 11.721,04    | 50/05/***                                         | DEBITI V/IST.PREV.E SICUR.SOC.         | 2.260,00     |
| 24/05/***                             | DEPOSITI BANCARI E POSTALI                                              | 11.721,04    | 50/*/**                                           | DEBITI V/IST.PREV.E SICUR.SOC.         | 2.260,00     |
| 24/*/**                               | DISPONIBILITA' LIQUIDE                                                  | 11.721,04    |                                                   |                                        |              |
|                                       |                                                                         |              | 52/05/055                                         | DIPENDENTI C/RETRIBUZIONI              | 5.293,80     |
|                                       |                                                                         |              | 52/05/***                                         | ALTRI DEBITI                           | 5.293,80     |
|                                       |                                                                         |              | 52/*/**                                           | ALTRI DEBITI                           | 5.293,80     |
| ***                                   | TOTALE ATTIVITA'                                                        | 1.654.195,62 | ***                                               | TOTALE PASSIVITA'                      | 1.654.195,62 |
|                                       |                                                                         |              | ****                                              | UTILE DI ESERCIZIO                     | 0,00         |
| *****                                 | TOTALE A PAREGGIO                                                       | 1.654.195,62 | *****                                             | TOTALE A PAREGGIO                      | 1.654.195,62 |

## 9.1. ATTIVO

### **Immobilizzazioni Immateriali:**

Le immobilizzazioni immateriali risultano essere iscritte al costo comprensivo degli oneri accessori, e sono iscritte in bilancio al netto dei fondi di ammortamento. I costi pluriennali, a differenza degli altri beni immateriali, sono costi che non sono imputati interamente a conto economico nell'esercizio in cui sono sostenuti. Il loro mantenimento tra le immobilizzazioni è permesso a condizione che ne sia verificata la capacità di produrre benefici economici futuri e, quindi, quelli che non sono suscettibili di generare un'utilità futura, in sede valutativa, devono essere annullati. Quelli in grado di produrre benefici futuri nel tempo e/o cedibili a terzi devono essere stimati dal valutatore.

#### *a) Costi di impianto e ampliamento*

Trattasi di costi sostenuti per la creazione della rete di imprese necessarie allo sviluppo del progetto della filiera Rete Agricola High Quality Food. L'investimento permette alle aziende associate di perseguire l'obiettivo e le finalità statutarie, tra le quali quello di accrescere la capacità di penetrazione delle imprese partecipanti sul mercato nazionale ed internazionale. L'impresa capofila è la HQF Agricola ed è stata costituita con atto notaio Marco Ciotola in data 04 novembre 2020 rep. **rep. 5367**. La durata della Rete è prevista sino al 2035. L'investimento ha già generato benefici per le aziende coinvolte ma si ritiene possa generarne ancora per i prossimi anni. Si ritiene congruo svalutare l'immobilizzazione al 50% e quindi stimare la stessa ad euro 16.056,40.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 32.112,80                  | 16.056,40             | - 16.056,40           |

*b) Rete di impresa*

Trattasi di costi sostenuti relativi alle spese notarili ed alle consulenze necessarie alla stesura e formalizzazione della rete di impresa di cui al punto a). Utilizzando lo stesso criterio il valore viene stimato con un abbattimento del 50% del costo storico. Ai fini della presente valutazione la posta in questione viene rettificata ad euro 5.000.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 10.000,00                  | 5.000,00              | - 5.000,00            |

*c) Software Ciclo di Vita Marango*

Trattasi del Software “CICLO VITA” contabilizzato a valore di costo. Il software è finalizzato a monitorare costantemente il ciclo di vita sia delle fattrici che dei vitelli, monitorando tutti i valori e adattando di volta in volta l'alimentazione. Inoltre, il software monitora anche la conservazione dei prodotti derivanti dalla macellazione degli animali sino ai centri di distribuzione nazionale ed internazionale. Probabilmente il valore del software è superiore al valore riportato in bilancio (al costo di realizzo) ed è intenzione del valutatore mantenere il suddetto valore non evidenziando né plusvalenze né minusvalenze. Ai fini della presente valutazione la posta in questione non viene rettificata.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 14.800,00                  | 14.800,00             | -                     |

*d) Licenza disciplinare*

Trattasi del disciplinare di etichettatura facoltativa delle carni depositato presso il Ministero della Agricoltura e della Sovranità Alimentare e delle Foreste con codice IT216ET. Lo stesso autorizza a specificare le informazioni facoltative all'interno delle etichette di legge presenti sui prodotti commercializzati. Il valore in bilancio è relativo esclusivamente al costo sostenuto per la formazione e il deposito. Il valore intrinseco del disciplinare è tuttavia superiore in quanto solo pochissime aziende hanno tale licenza depositata ed autorizzata. Ai fini della presente valutazione la posta in questione non viene rettificata.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 9.000,00                   | 9.000,00              | -                     |

*e) Titoli Azionari BCC*

Trattasi di titoli acquisiti della Banca di Credito Cooperativo di Roma necessari ad acquisire la qualifica di socio. La valutazione è congrua con il valore di mercato relativo alla data di redazione dell'elaborato peritale stesso. Ai fini della presente valutazione la posta in questione non viene rettificata.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 1.033,00                   | 1.033,00              | -                     |

*f) Quote PAC, latte*

Trattasi dei titoli PAC in possesso della azienda che danno diritto a contributi statali annuali tramite l'Ente erogatore AGEA. Si specifica che la presente posta tiene in considerazione solamente i Titoli Acquistati e non anche quelli ottenuti grazie alla figura del Giovane Imprenditore in fase di costituzione.

Ai fini della presente valutazione la posta in questione non viene rettificata.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 5.900,00                   | 5.900,00              | -                     |

**Immobilizzazioni materiali:**

*a) Costruzioni leggere*

Per tale voce si conferma il valore di bilancio ed è relativa alle recinzioni effettuate per la rimessa degli animali o dei foraggi e dei mezzi agricoli utilizzati in azienda. Ai fini della presente valutazione la posta in questione non viene rettificata.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 720,00                     | 720,00                | -                     |

*b) Recinzioni*

Trattasi di investimenti effettuati nella tenuta di Santa Marinella e necessari a separare gli animali per i periodi di monta o di allattamento, nonché garantire la corretta sicurezza degli animali all'interno delle aree di pascolo. L'investimento è di recente realizzazione e si ritiene il valore congruo che non necessita di essere svalutato. Ai fini della presente valutazione la posta in questione non viene rettificata.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 45.310,00                  | 45.310,00             | -                     |

*c) Pozzo*

Trattasi del costo sostenuto per la redazione della perizia geologica e di impatto ambientale propedeutica alla domanda di autorizzazione per la ricerca di acque sotterranee mediante la perforazione di n. 1 pozzo in quanto l'azienda di Santa Marinella ricade nell'area Zona di Protezione Speciale (ZPS). Ai fini della presente valutazione la posta in questione non viene rettificata.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 3.000,00                   | 3.000,00              | -                     |

*d) Macchinari e macchine agricole*

Nella voce in oggetto sono ricomprese le attrezzature agricole acquistate per la tenuta di Santa Marinella e per la stalla di Vetralla. Anche esse sono di recente acquisizione e solo a fini prudenziali si ritiene congruo svalutarle del 30%.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 13.612,87                  | 9.529,00              | - 4.083,87            |

*e) Macchine elettroniche d'ufficio*

Nella voce in oggetto sono ricompresi i computer a disposizione della azienda. Gli stessi sono già al netto dei relativi ammortamenti e sono ulteriormente svalutati di un ulteriore 10% in considerazione della alta svalutazione tipica dei prodotti ad alta tecnologia anche se

gli stessi sono di recente acquisizione e solo a fini prudenziali si ritiene congruo svalutarli come sopra.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 1.240,00                   | 1.116,00              | - 124,00              |

*f) Animali Riproduttori*

Trattasi delle vacche maremmane ed incrocio e dei Tori e scuderia dei tori Angus riproduttori. I valori di bilancio sono al netto dei relativi ammortamenti riguardanti la riduzione della vita riproduttiva degli animali stessi:

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 70.010,79                  | 63.009,71             | - 7.001,08            |

Per la stima dei suddetti ci si è avvalsi della consulenza effettuata dal Dr. Marco Cacioni Agronomo ed esperto del settore, ed a tale valore così determinato è stata applicata un'ulteriore svalutazione prudenziale del 10%, considerando tutti i rischi connessi al ciclo di vita di questo tipo di "Immobilizzazioni".

**Immobilizzazioni Finanziarie:**

*a) partecipazioni*

Trattasi di partecipazione totalitaria alla Società Cornelia S.r.l. Agricola acquistata in data 20/12/2022 per atto Notaio Marco Ciotola rep. 7150 rac. 5437. La società Cornelia S.r.l. è proprietaria dei terreni e fabbricati in Santa Marinella (RM) già locati alla HQF Agricola

S.r.l. L'acquisto è avvenuto sulla base del valore peritale stimato dal Dr. Fabrizio D'Amico in data 4/11/2022, asseverato con giuramento dal Notaio Giuliana Liotti di Roma Rep. 1759, per euro 523.000,00 sostanzialmente confermato dall'elaborato peritale del Dr. Stanislao Lepri il giorno 28/10/2022 con asseverazione giurata avvenuta presso il Notaio Giuliana Liotti Rep. 1753 per euro 570.035,00. L'atto di compravendita è avvenuto per l'importo di euro 523.000,00. La HQF Agricola S.r.l. ha nei primi mesi dell'anno effettuato diverse lavorazioni in economia sulla tenuta e quindi sul suo compendio di circa 60 ettari. In data 12 aprile 2023 mi è stata presentata una ulteriore perizia del Dr. Agr. Marco Cacioni che aggiorna gli importi precedentemente indicati dai periti e oggetto di compravendita con l'atto del Dr. Ciotola del 20/12/2022. L'importo stimato dal Perito con asseverazione giurata alla data di redazione del presente elaborato dell'intero compendio immobiliare è pari ad euro 849.635,48. Tuttavia, ritiene il valutatore prudenzialmente opportuno mantenere i valori peritali dichiarati in atto Notaio Ciotola del 20/12/2022 rep. 7150 e stimati nel 2022.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 523.000,00                 | 523.000,00            | -                     |

### ***Attivo Circolante***

#### ***a) Merci***

Le merci sono relative ai bovini da ingrasso suddivisi in Adulti da finissaggio, ingrasso e svezzamento. Anche relativamente alle merci ci si è avvalsi della perizia giurata ed asseverata dal Dr. Agr. Marco Cacioni consegnatami in data 12 aprile 2023 che ha stimato

i 200 bovini presenti al prezzo medio di euro 1.800 a capo. In considerazione che nell'ultimo listino disponibile alla Camera di Commercio di Mantova la Borsa Merci relativa ai bovini da macello indicava valori compresi tra € 3,15 e € 4,44 al kg peso morto si ritiene attendibile la valutazione dell'Agronomo ed ai fini della presente valutazione la posta in questione non viene rettificata.

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| 360.000,00                 | 360.000,00            | -                     |

#### **Crediti:**

##### a) Crediti commerciali

La voce in oggetto comprende i crediti vs/Clienti.

Analizzate la struttura dei crediti e soprattutto la tipologia della clientela, considerando che i crediti vantati sono per il 95% nei confronti della H.Q.F. S.P.A. che oltre ad essere socio della HQF Agricola, è cliente abituale da diversi anni senza aver mai generato insoluti. Per tali motivi l'azienda non ha ritenuto opportuno generare un fondo svalutazione crediti. Si ritiene opportuno non effettuare svalutazioni.

Di seguito vengono riportati il dettaglio che elenca analiticamente le componenti in oggetto e la stima complessiva della voce di bilancio:

| <b>Voce</b>       | <b>Importo</b>    |
|-------------------|-------------------|
| Crediti v/Clienti | 247.908,97        |
| <b>Totale</b>     | <b>247.908,97</b> |

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>247.908,47</b>          | <b>247.908,47</b>     | -                     |

b) Crediti tributari

Tale voce accoglie i crediti verso l'Erario, compresi i crediti per *Ricerca e Sviluppo*, i crediti per *Iva*, *Ires* e *Carbon tax*.

In virtù della particolare categoria dei crediti in oggetto si ritiene di non dover apportare alcuna modifica al valore iscritto in bilancio, così come riportato nello schema che segue.

| <b>Voce</b>                    | <b>Importo</b>    |
|--------------------------------|-------------------|
| Crediti Ric.e Sviluppo         | 225.548,40        |
| Crediti Ires                   | -                 |
| Credito Iva                    | -                 |
| Credito Irap                   | -                 |
| Crediti diversi                | 8.436,00          |
| Credito Regione Lazio 1* insed | 21.000,00         |
| Rimborso irap 10%              | -                 |
| Imp sost TFR                   | -                 |
| <b>Totale</b>                  | <b>254.984,40</b> |

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>254.984,40</b>          | <b>254.984,40</b>     | -                     |

### ***Disponibilità Liquide***

La voce di bilancio, pari a complessivi € 11.721,04 è costituita dal saldo positivo dei conti correnti bancari.

Pertanto, anche per questa voce, non si ritiene opportuno apportare alcuna modifica al valore iscritto in bilancio.

Di seguito vengono riportate le componenti in oggetto e la stima della voce di bilancio:

| <b>Voce</b>            | <b>Importo</b>   |
|------------------------|------------------|
| Cassa contante         | -                |
| Carta prepagata Intesa | -                |
| Banca Etica 16796989   | 11.721,04        |
|                        |                  |
|                        |                  |
|                        |                  |
| <b>Totale</b>          | <b>11.721,04</b> |

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>Plus./- Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|-----------------------|
| <b>11.721,04</b>           | <b>11.721,04</b>      | -                     |

## 9.2. PASSIVO

### Capitale e Riserve

Il Capitale Sociale e le altre poste di Patrimonio Netto iscritte in bilancio ammontano a complessivi € 709.154,01, così come di seguito illustrato:

| <b>Voce</b>           | <b>Importo</b>    |
|-----------------------|-------------------|
| Capitale Sociale      | 10.000,00         |
| Riserva di Capitale   | 50.000,00         |
| Riserva Legale        | 2.500,00          |
| Riserva Straordinaria | 606.750,22        |
|                       |                   |
| <b>Totale</b>         | <b>669.250,22</b> |

Per quanto attiene l'origine delle poste si evidenzia che è stato tutto riscontrato e ricostruito con quanto contenuto nelle note integrative dei bilanci societari regolarmente approvati e nelle evidenze contabili del bilancio redatto alla data del 01.01.2023.

## **Debiti**

### **a) Debiti commerciali**

Trattasi di debiti verso i fornitori aziendali (compresi gli importi imputati alle fatture da ricevere). Sono assunti per la presente stima al loro valore nominale, nessuna rettifica viene effettuata per un totale di € 201.669,00.

| <b>Voce</b>         | <b>Importo</b>    |
|---------------------|-------------------|
| Debiti v/fornitori  | 201.669,00        |
| Fatture da ricevere | -                 |
| <b>Totale</b>       | <b>201.669,00</b> |

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>-Plus./Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|----------------------|
| <b>201.669,00</b>          | <b>201.669,00</b>     | <b>-</b>             |

### **b) Debiti Tributari**

La voce di bilancio, pari a complessivi € 1.944,00 rappresenta i debiti verso l'Erario, articolati secondo lo schema che segue; i debiti risultanti vengono assunti al loro valore nominale, senza effettuare alcuna rettifica.

| <b>Voce</b>        | <b>Importo</b>  |
|--------------------|-----------------|
| Erario c/rit. 1001 | 1.944,00        |
| Irap               | -               |
| Erario c/rit. 1040 | -               |
| Ires               |                 |
| Erario c/iva       | -               |
|                    | -               |
| <b>Totale</b>      | <b>1.944,00</b> |

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>-Plus./Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|----------------------|
| <b>1.944,00</b>            | <b>1.944,00</b>       | -                    |

c) Debiti v/Dipendenti

La posta pari ad € 5.293,80 è costituita da debiti verso i dipendenti, secondo lo schema sotto riportato. La voce chiaramente non necessita di alcuna rettifica.

| <b>VOCE</b>          | <b>IMPORTO</b> |
|----------------------|----------------|
| Debito v/ Dipendenti | 5.293,8        |
| <b>Totale</b>        | <b>5.293,8</b> |

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>-Plus./Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|----------------------|
| <b>5.293,80</b>            | <b>5.293,80</b>       |                      |

d) Debiti v/Ist. Previd. e Assist.

A commento della posta in oggetto vengono indicati i debiti verso gli Istituti previdenziali ed Assistenziali. Seguendo la linea di valutazione già esposta i debiti in questione vengono stimati al loro valore nominale.

| <b>Voce</b>        | <b>Importo</b>  |
|--------------------|-----------------|
| Debiti v/Ist.Prev. | 2.260,00        |
| <b>Totale</b>      | <b>2.260,00</b> |

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>-Plus./Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|----------------------|
| <b>2.260,00</b>            | <b>2.260,00</b>       | <b>-</b>             |

e) Debiti v/Istituti Finanziari a medio e lungo termine:

La voce in oggetto accoglie la posizione debitoria verso l'istituto BCC credito cooperativo di Roma per un mutuo ipotecario contratto nel 2022 per l'acquisto della partecipazione al 100% della società Cornelia S.r.l. agricola. Alla data del 1/01/2023 il debito residuo ammontava ad € 517.846,66.

Tale debito, rappresentando valori certi non necessita di alcuna rettifica.

Di seguito vengono precisate le componenti in oggetto e la stima complessiva della voce di bilancio:

| <b>Voce</b>    |                   |
|----------------|-------------------|
| Mutuo BCC Roma | 517.846,66        |
| <b>Totale</b>  | <b>517.846,66</b> |

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>-Plus./Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|----------------------|
| <b>517.846,66</b>          | <b>517.846,66</b>     | -                    |

g) Debiti v/Istituti Finanziari a breve termine:

La voce in oggetto accoglie la posizione debitoria verso l'istituto BCC credito cooperativo di Roma C/C 5600 per una apertura di credito utilizzata per euro 3.167,93.

Tale debito, rappresentando valori certi non necessita di alcuna rettifica.

Di seguito vengono precisate le componenti in oggetto e la stima complessiva della voce di bilancio:

| <b>Voce</b>                 |                 |
|-----------------------------|-----------------|
| C/C Ordinario BCC Roma 5600 | 3.167,93        |
| <b>Totale</b>               | <b>3.167,93</b> |

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>-Plus./Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|----------------------|
| <b>3.167,93</b>            | <b>3.167,93</b>       | -                    |

g) Soci C/Finanziamenti infruttiferi

La posta pari ad € 201.997,76 è costituita da debiti verso i dipendenti, secondo lo schema sotto riportato. La voce chiaramente non necessita di alcuna rettifica.

| <b>Voce</b>                       | <b>Importo</b>    |
|-----------------------------------|-------------------|
| Soci C/Finanziamenti Infruttiferi | 201.997,76        |
| <b>Totale</b>                     | <b>201.997,76</b> |

| <b>Val. Netto Bilancio</b> | <b>Valore Stimato</b> | <b>-Plus./Minus.</b> |
|----------------------------|-----------------------|----------------------|
| <b>201.997,76</b>          | <b>201.997,76</b>     | <b>-</b>             |

### **9.3 PATRIMONIO NETTO RETTIFICATO E SINTESI DEI PLUSVALORI E MINUSVALORI ACCERTATI**

Terminata la rettifica delle voci di bilancio, attraverso la sostituzione dei valori di bilancio con i valori di stima (si riassumono di seguito i valori contabili e le variazioni intervenute) sarà possibile determinare il Patrimonio Netto Rettificato.

#### **DETERMINAZIONE DEL PATRIMONIO DETTO RETTIFICATO (PN')**

Sintetizzando:

| <b>Voce</b>                   | <b>Importo</b>    |
|-------------------------------|-------------------|
| Patrimonio Netto Contabile    | 670.800,22        |
| Rettifiche in aumento         | -                 |
| Rettifiche in diminuzione     | 32.265,35         |
| Imposte Latenti su Plusvalori | -                 |
| <b>Totale</b>                 | <b>638.534,87</b> |

***Totale patrimonio netto rettificato (PN') € 638.534,87***

#### 10. R' = REDDITO MEDIO PROSPETTICO

Uno dei metodi comunemente utilizzati per la determinazione dei flussi di redditi attesi è il metodo *dei risultati storici*, inteso come conferma dei risultati raggiunti nel recente passato; nella tabella sotto riportata sono stati analizzati i risultati economici contabili netti del periodo 2020, 2021 e 2022. Prudenzialmente si è depurato il reddito dell'annualità 2022 del credito d'imposta Ricerca e Sviluppo delle annualità dal 2019 al 2022 di euro 225.548,00 in quanto, pur considerando che tale valore continuerà ad incidere sui rendimenti futuri in modo strutturale essendo periodicamente rifinanziato nelle varie Leggi di Bilancio, tuttavia sia è scelto di eliminarlo dalla presente valutazione sia per la impossibilità di quantificarne preventivamente l'entità che anche l'incertezza condizionata alle future proroghe governative. Si è proceduto, quindi, alla normalizzazione dei suddetti risultati, determinando il reddito normalizzato dei tre periodi considerati ai fini dell'analisi e si è proceduto a calcolare il valore medio.

I valori dei singoli anni, come sopra determinati, sono i seguenti:

|                                     |                     |
|-------------------------------------|---------------------|
| Anno 2020                           | + 85.311,00         |
| Anno 2021                           | + 142.135,00        |
| Anno 2022 (367.752,82 – 225.548,00) | + 142.204,82        |
| <b>Valore Medio</b>                 | <b>+ 123.216,34</b> |

Tenuto conto anche di importanti lavori di miglioramento strutturale effettuati nella tenuta di Santa Marinella e della acquisizione della stessa che permetterà altresì di eliminare i costi di locazione oltre che ad una importante patrimonializzazione aziendale, prudenzialmente si determina il Reddito Medio Prospettico in

**€ 123.000,00**

## **11. DETERMINAZIONE DEL COST OF EQUITY (ke)**

Riguardo la stima del costo dell'equity (ke), quale componente del Wacc in una valutazione asset side o tasso di attualizzazione in una valutazione equity side, il modello più utilizzato dagli analisti finanziari è il CAPM (Capital Asset Pricing Model). Il CAPM lega i rendimenti attesi al rischio sistematico, ossia a quella parte di rischio non diversificabile.

In particolare, l'analisi dell'equity cost (ke) secondo il CAPM si fonda sulla combinazione delle seguenti variabili:

- il risk free rate ( $R_f$ );
- il premio di mercato ( $\tilde{R}_m$ );
- il coefficiente beta ( $\beta_j$ ).

Il risk free rate si qualifica come rendimento puro, ossia come remunerazione del fattore tempo in condizioni di certezza. A tal fine si è considerato il Risk free rate nel triennio 2021-2023 quello generato dai titoli di stato determinando un valore di  $R_f$  pari al 2,213%

Il premio di mercato è la differenza tra il ritorno medio di mercato atteso dalle azioni negoziate presso il mercato dei capitali ed il risk free che ai fini del presente elaborato è stato considerato pari a 6,00% (<https://www.statista.com/statistics/664786/average-market-risk-premium-selected-countries-europe/>.)

Infine, il coefficiente beta misura la quota parte di rischio sistematico assorbita dal titolo specifico.  $\beta_{j(L)} = \beta_{j(u)} [1 + d(1 - \tau)]$

dove:

$\beta_{j(L)}$  =beta levered dell'impresa j-esima equivalente 1,393;

$\beta_{j(u)}$  =beta unlevered dell'impresa j-esima equivalente a 0,77;

d = tasso di indebitamento pari al rapporto tra debiti e patrimonio netto emergenti dalla struttura finanziaria attesa (o obiettivo) equivalente a 0,81 (D/PN' ossia 517.000/648.641).

Con riferimento al calcolo del beta levered, l'utilizzo dello scudo fiscale  $(1 - \tau)$  in questo caso equivale a 0 essendo l'azienda una società con esercizio esclusivo quello agricolo e dunque non soggetta né ad imposta sul reddito delle società (IRES) né ad imposta regionale sulle attività produttive (IRAP).

Sulla base di tali parametri l'equity cost ( $K_e$ ) relativo all'impresa HQF Agricola S.r.l. è calcolato come:

$$k_e = R_f + (\bar{R}_m - R_f) \cdot \beta_l = 2,213\% + (6,00\%) \cdot 1,393\% = 10,573\%$$

## 12. IL RISULTATO

Determinati tutti i parametri che permettono di utilizzare la formula matematica che sintetizza il **metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del goodwill**<sup>13</sup>, non resta altro che applicarla. Quindi evidenziato ed attualizzato il sovrareddito (G), ossia le attese reddituali attualizzate per un numero illimitato di anni che rappresentano una componente essenziale del valore del capitale economico della azienda oggetto del presente lavoro, rispetto al capitale impiegato (PN'), definito anche come avviamento, avremo il valore generale del Capitale Economico (W) della HQF Agricola S.r.l. alla data di riferimento del 01.01.2023.

$$W = G + PN = \frac{RN' - ke(PN)}{ke} + PN'$$

dove

W = valore del capitale economico di azienda

G = goodwill

PN' = patrimonio netto rettificato al netto dell'incidenza fiscale

RN' = reddito medio normalizzato prospettico

Ke = cost of equity

Determinati i fattori e riassunti come segue:

|                                                            |              |
|------------------------------------------------------------|--------------|
| PN'                                                        | 638.534,87   |
| RN'                                                        | 123.000      |
| Ke                                                         | 10,573%      |
| Ke (PN')                                                   | 67.509,38    |
| RN'-Ke (PN') Sovra-reddito                                 | 55.490,62    |
| [RN'-ke (PN')] /ke Sovra-reddito attualizzato perpetuo (G) | 524.855,97   |
| W                                                          | 1.163.390,84 |

<sup>13</sup> Metodo individuato come il più adatto ad esprimere il valore generale del Capitale Economico

Abbiamo che:

$$G = [123.000 - (0,10573 \cdot 638.534,87)] / 0,10573 = 524.855,97$$

$$W = 638.534,8787 + 524.855,97;$$

$$W = 1.163.390,84.$$

Arrotondando avremo:

$$\mathbf{W = € 1.160.000,00}$$

### 13. CONCLUSIONI

Il sottoscritto estimatore, in base ai metodi di valutazione ai quali si è ispirato nell'espletamento del proprio incarico ed alle osservazioni sopra svolte, tenuto conto che detta relazione è stata improntata su criteri prudenziali,

**determina**

il valore delle quote di ogni socio, alla data del 01/01/2023 come segue:

- **Francesco Paltoni** nato a Roma il 22 ottobre 1994 ed ivi residente in via del Forno 1, C.F. PLTFNC94R22H501L quote possedute € 5.100,00 (51%) **rivalutate ad € 591.600,00 (cinquecentonovantunomilaseicento);**
- **HIGH QUALITY FOOD S.P.A.** con sede in Roma Via di Pietralata, 179 C.F. 08309911009, quote possedute € 4.900,00 (49%) **rivalutate ad € 568.400,00 (cinquecentosessantottoquattrocentomila);**

Con osservanza.

Civita Castellana li, 13 aprile 2023

Il Perito

Dr. Sabatino Paoletti

Allegati:

1. Osservazioni sulla metodologia applicata dal perito del Prof. Antonio Renzi Ordinario di Economia e Gestione delle Imprese Università di Roma “La Sapienza” (all.1);
2. Bilanci della società 2020, 2021 e 2022 (all.2);
3. Fascicolo aziendale HQF Agricola (all.3);
4. Contratto di filiera italiana dei prodotti sostenibili e di alta qualità (all.4);
5. Progetto di ricerca e sviluppo 2021/2022 (all.5);
6. Attestazione credito d'imposta ricerca e sviluppo 2021/2022 (all.6);
7. Atto acquisto quote società CORNELIA SRL (all.7);
8. Perizia CORNELIA SRL Agronomo Marco Cacioni con identificazione delle Rimanenze Animali Riproduttori (all.8).