



**RSM Società di Revisione e
Organizzazione Contabile S.p.A.**

Via San Prospero, 1 – 20121 Milano (MI)
T +39 02 83421490
F +39 02 83421492

Perizia di Valutazione del valore economico del ramo di azienda della società Dierre S.r.l.

THE POWER OF UNDERSTANDING
ASSURANCE | TAX | CONSULTING

Sommario

1.1. Premesse, oggetto del lavoro e termini dell’incarico	3
1.2 Finalità della relazione di stima	3
1.3. Data di riferimento relazione di stima	4
1.4. Documentazione esaminata	4
1.5. Ipotesi e limitazioni	4
1.6. Lavoro svolto	4
2. Descrizione dell’operazione di acquisizione del Ramo di Azienda Dierre da parte della Coninvest F.L. S.p.A.	5
3. Il Ramo di Azienda Dierre	5
4. Capitale Economico ed introduzione alle metodologie di valutazione	7
5. La scelta della metodologia valutativa utilizzata	13
6. Stima del Capitale Economico di Dierre S.r.l. in base alla metodologia di valutazione prescelta: Metodo Reddittuale	15
7. Conclusioni sul valore	20

1. Introduzione

1.1. Premesse, oggetto del lavoro e termini dell'incarico

Siamo stati informati sull'operazione di acquisizione promossa da parte di Confinvest F.L. S.p.A., PMI Innovativa costituita negli anni 80' operante nel campo dell'Oro da Investimento qualificata come "Operatore Professionale in Oro" autorizzato Banca d'Italia con azioni ammesse alla negoziazione sul sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. denominato "Euronext Growth Milan" ("EGM") (di seguito anche la "Società" o anche l'"Acquirente"), avente per oggetto il ramo di azienda, come nel proseguo meglio definito (di seguito anche per brevità il "Ramo"), della Dierre S.r.l. (di seguito anche la "Target" o "Dierre" ed insieme a Confinvest come le "Parti")

La presente perizia di stima ha l'obiettivo di fornire una valutazione oggettiva e giustificata del valore economico del ramo di azienda Dierre. La valutazione tiene conto delle risultanze delle attività di Due Diligence condotte dagli advisor della Società.

Si precisa che per valore economico si intende il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un'azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi per eventuali negoziazioni.

Tale valore, pertanto, non tiene conto di eventuali aspettative soggettive, eventuali sinergie, della forza contrattuale delle parti, dei loro interessi che possono influire nella definizione del prezzo nell'ambito di una trattativa tra soggetti indipendenti.

Il presente documento si propone di:

- Analizzare gli aspetti economico-finanziari del ramo di azienda oggetto di acquisizione
- Individuare un criterio di stima del valore economico del Ramo
- Stabilire il valore economico del Ramo oggetto di acquisizione

1.2 Finalità della relazione di stima

Confinvest ha chiesto a RSM (l'«Esperto») di redigere una perizia di stima (di seguito per brevità anche la «Relazione») contenente la valutazione del capitale economico del Ramo nello stato di diritto e di fatto nella quale si trova alla Data di Riferimento – come successivamente indicata. In questa sede per ramo di azienda si intende il complesso organizzato del marchio, attrezzature, macchinari, rapporti commerciali, magazzino prodotti finiti (oro e monete), personale con relativi contratti di lavoro così come condivisi e definiti fra le Parti.

Si precisa che:

- RSM è soggetto munito di tutta la capacità necessaria per svolgere il presente incarico,
- RSM appartiene al network internazionale di RSM ed è dotato di estesa esperienza nel campo delle valutazioni peritali
- RSM ha i requisiti di legge per assumere l'incarico;
- RSM non intrattiene con alcuno dei soci di Dierre rapporti tali da comprometterne la propria indipendenza
- Il presente elaborato è stato predisposto alla luce delle informazioni disponibili e dello stato di diritto di fatto nel quale si trova il Ramo

1.3. Data di riferimento relazione di stima

La data di riferimento per la Valutazione è il 31/12/2024 (di seguito anche la “**Data di Riferimento**”) e di conseguenza a tale data sono stati sviluppati gli elementi di base del processo valutativo.

1.4. Documentazione esaminata

- Bilanci Dierre 2021,2022;2023;2024
- Confinvest_Presentazione operazione integrazione - full
- Pj. Pound_FDD Report_14072025
- Prospetto contabile contenuti del Ramo
- Project Pound_Allegato 8.1(e) - Contratto di Opzione Acquisto Magazzino_DL Rev 28.06.2025 rev WSL
- Contratto preliminare cessione ramo azienda - post drafting_27.06.2025 rev WSL

1.5. Ipotesi e limitazioni

Le analisi e la Valutazione sono state sviluppate sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- La Valutazione è stata effettuata in ipotesi di continuità aziendale e in condizioni “normali” di funzionamento della Dierre S.r.l., astraendo quindi da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione, nello stato di diritto e di fatto in cui la Società si trovava alla Data di Riferimento della Valutazione
- Stante l’assenza di un piano previsionale nel quale siano riportati le linee guida strategiche unitamente ai *forecast* economico finanziari necessari, tenuto quindi l’impossibilità di esprimere un giudizio sulle prospettive future della Società, la presente perizia è stata effettuata facendo riferimento alla situazione in atto conosciute alla Data di Riferimento, di conseguenza non sono stati oggetto di valorizzazione eventi, accadimenti, fatti o altri profili gestionali e/o strategici intercorsi successivamente alla Data di Riferimento.
- Parimenti, ai fini dell’elaborazione della presente relazione RSM **non ha svolto alcuna procedura di revisione contabile** o revisione limitata contabile dei dati e delle informazioni che fornisce, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica.
- Sebbene la stima del valore sia da considerarsi accurata e completa da un punto di vista sostanziale, nulla di quanto contenuto nella presente perizia deve essere ritenuto una promessa o una rappresentazione dei risultati futuri del ramo d’azienda.

1.6. Lavoro svolto

Ai fini della stesura della presente relazione di valutazione abbiamo svolto le attività di seguito riportate:

1. comprensione del rationale strategico, industriale, commerciale sottostanti l’operazione di acquisizione del ramo di azienda Dierre (di seguito anche l’”**Operazione**”)
2. analisi dell’attività svolta dalla Dierre S.r.l., del modello di business, dei prodotti offerti
3. analisi dei risultati economico-finanziari della Dierre;
4. costruzione dei risultati economici a parità di Ramo
5. condivisione dei risultati della Due Diligence condotte dagli advisor di Confinvest e confronto con il management di quest’ultimo
6. individuazione delle metodologie di valutazione proposte dalla migliore dottrina tenuto conto

- della loro idoneità a cogliere le prospettive di valore della Società
 - della loro applicabilità nel contesto di riferimento;
 - della base informativa disponibile;
5. applicazione delle metodologie di valutazione individuate e selezionate sulla base dei punti che precedono
 6. individuazione, stima degli input valutativi necessari - e.g. tasso di sconto –
 7. verifica delle risultanze valutative mediante metodologie di controllo

2. Descrizione dell'operazione di acquisizione del Ramo di Azienda Dierre da parte della Confinvest F.L. S.p.A.

In data 21 Maggio 2025 Dierre F.L. S.p.A. ha sottoscritto con Dierre S.r.l.¹ un contratto di compravendita (di seguito anche il “**Contratto**”) avente per oggetto un ramo di azienda adibito alla compravendita di metalli preziosi (oro, argento, platino e palladio sotto forma di monete, barre, lingotti e lamine) e commercializzazione di monete (sterline di nuovo e vecchio conio e marenghi), ed organizzato per l'esercizio delle suddette attività di impresa.

In base all'Art. 4 del Contratto le Parti hanno concordato che il prezzo di vendita è stato fissato in Euro 7.000.000,00 (sette-milioni/00) (il “**Prezzo Minimo**”) e massimo pari ad Euro 7.250.000,00 (sette-milioni-duecentocinquanta-mila/00) (il “**Prezzo Massimo**”) pari alla somma dei seguenti addendi:

- (i) Prezzo Upfront concordato in Euro 6.000.000,00 (sei-milioni/00)
- (ii) Prezzo Differito concordato per un importo massimo complessivo fino a Euro 1.250.000,00 (un milione duecentocinquantamila/00), da determinarsi sulla base dell'EBITDA Effettivo – rectius Ebitda inerente al Ramo di Azienda ricavabile dal bilancio di esercizio di Confinvest al 31 dicembre 2025.

L'acquisizione del Ramo mira a rafforzare la posizione di leadership di Confinvest ed a:

- incrementare i ricavi mediante ampliamento della base clienti e l'espansione sui mercati esteri;
- aggiungere al segmento retail presidiato da Confinvest quello all'ingrosso di competenza del Ramo
- migliorare la gestione del magazzino oro, con maggiore efficienza operativa e logistica
- efficientar i processi operativi attraverso l'ottimizzazione delle risorse, delle piattaforme IT e delle strategie commerciali
- a seguito dell'unione dei due marchi, accrescere la riconoscibilità del brand Confinvest favorendo anche attività di cross-selling e up-selling tra le rispettive clientele

Poiché l'acquisto del Ramo integra i presupposti di cui all'art. 14 del Regolamento EGM, in quanto i relativi valori risultano superiori agli indici di rilevanza di cui alla Scheda Tre del Regolamento EGM, l'Operazione si configura quale operazione di *Reverse take-over*.

3. Il Ramo di Azienda Dierre

In base all'Art. 3.1. del Contratto il ramo di azienda oggetto di acquisizione comprende:

- (a) tutte le attrezzature e tutti i cespiti unitariamente organizzati per la realizzazione delle finalità produttive del Ramo di Azienda così come

¹ Unitamente alle persone fisiche richiamate quali parti integranti del contratto

- indicati e individuati, nel libro cespiti, oltreché nel documento accluso *sub* Allegato 3.1 (a) (*Lista attrezzature*);
- (b) tutti i contratti relativi al Ramo di Azienda individuati nell'elenco accluso *sub* Allegato 3.1 (b) (*Elenco Contratti Trasferiti*), (di seguito, i **"Contratti Trasferiti"**);
 - (c) l'elenco che individua i clienti di DIERRE alla data di sottoscrizione del presente Contratto e nei 5 anni precedenti (con indicazione, per ciascun cliente, di nome e cognome/ragione sociale, indirizzo/sede legale, codice fiscale/partita IVA/numero di iscrizione al Registro delle Imprese, con indicazione di eventuali soggetti a cui far riferimento nell'ambito dei rapporti commerciali e del fatturato generato da ciascun Cliente (come di seguito definito), nonché qualsiasi altra informazione o dato utile al fine dello sviluppo e svolgimento dei rapporti commerciali inclusi nel Ramo di Azienda, accluso *sub* Allegato 3.1 (c) (*Elenco clienti*) (i **"Clienti"**);
 - (d) l'elenco che individua i fornitori di Dierre alla data di sottoscrizione del presente Contratto e nei 5 anni precedenti (con indicazione, per ciascun fornitore, di nome e cognome/ragione sociale, indirizzo/sede legale, codice fiscale/partita IVA/numero di iscrizione al Registro delle Imprese, con indicazione di eventuali soggetti a cui far riferimento nell'ambito dei rapporti commerciali e del fatturato generato verso ciascun Fornitore (come di seguito definito), nonché qualsiasi altra informazione o dato utile al fine dello svolgimento dei rapporti commerciali inclusi nel Ramo di Azienda, ivi incluse le eventuali certificazioni e condizioni di fornitura pattuite, accluso *sub* Allegato 3.1 (d) (*Elenco Fornitori*) (i **"Fornitori"**);
 - (e) tutti i Diritti IP, tra cui quelli *sub* Allegato 3.1 (e) (*Elenco Diritti IP*);
 - (f) tutte le informazioni, ivi inclusi i dati personali, contenute all'interno di, e l'accesso a, i sistemi gestionali di Dierre, che sono in uso per la gestione delle attività del Ramo di Azienda quali, a titolo esemplificativo, i dati trattati per finalità promozionali, nell'ambito di campagne di vendita, nonché ogni account social relativo a Dierre funzionale all'esercizio del Ramo di Azienda, e la casella di posta elettronica certificata intestata a Dierre (Dierre-ge@legalmail.it);
 - (g) i contratti di lavoro subordinato con n. 6 dipendenti adibiti al Ramo di Azienda (i **"Dipendenti Trasferiti"**) indicati nell'elenco accluso *sub* Allegato 3.1 (g) (*Elenco Dipendenti Trasferiti*), comprensivi di debiti da questi maturati per TFR, ratei di ferie, di 13ma e di 14ma maturati o maturandi sino alla Data di Efficacia dai Dipendenti Trasferiti per un importo massimo pari ad Euro 259.000,00 (duecentocinquantanovemila/00) (le **"Passività Cedute"**);
 - (h) una porzione di Magazzino, come *infra* meglio definito, per un valore contabile pari ad Euro 204.000,00 (duecentoquattromila/00);
 - (i) l'avviamento.

Si riporta di seguito la situazione contabile del Ramo al 31/12/2024:

Attivo	2024
Immobilizzazioni Nette	55
Magazzino	204
Totale	258

Passivo	2024
Debiti previdenziali	29
TFR	230
Totale	258

4. Capitale Economico ed introduzione alle metodologie di valutazione

La stima del c.d. “valore” può essere effettuata facendo ricorso a differenti metodologie di valutazione.

Le ricerche economico-aziendali hanno posto in luce come il capitale di impresa costituisca (alla stregua del reddito) un’entità astratta che si presta ad essere apprezzata e quantificata diversamente in relazione alle finalità che, mediante il processo valutativo, si intendono conseguire.

In particolare, è possibile distinguere, tra le altre, le seguenti configurazioni di capitale:

- il capitale di funzionamento, volto a misurare il patrimonio dell’azienda sulla base dei criteri dettati dal legislatore civilistico e dalla prassi contabile per la redazione del bilancio d’esercizio;
- il capitale di liquidazione, stimato in sede di cessazione dell’attività d’impresa per differenza tra il valore di presunto realizzo delle attività e di prevista estinzione delle passività;
- il capitale di trasformazione, quantificato con gli stessi criteri del capitale di funzionamento nel caso di cessazione relativa dell’azienda;
- il capitale di trasferimento, ovvero quella configurazione del capitale d’impresa stimata ai fini della “cessione” del complesso aziendale.

Il capitale di trasferimento, quando viene stimato da un soggetto indipendente rispetto alle parti coinvolte nell’operazione straordinaria, viene definito in dottrina con l’appellativo di “capitale economico”.

La stima del capitale economico, entità astratta e non fondata esclusivamente su dati oggettivi e automaticamente determinabili, impone il ricorso a stime e ipotesi la cui analisi ed interpretazione impone fondati requisiti di razionalità, obiettività, neutralità e generalità.

Il valore cui deve addivenire il perito in sede di stima del capitale economico di un’impresa è, pertanto, un valore “generale” o “comune”, contrapposto al valore “particolare” o “individualizzato”, che riflette la posizione soggettiva del singolo contraente o “*stakeholder*”.

La stima del capitale economico dell'impresa può essere attuata facendo ricorso a differenti criteri di valutazione; ognuno di questi presenta pregi e difetti che lo rendono più o meno confacente all'obiettivo, rispetto agli altri metodi, in relazione alla natura dell'azienda in esame e alle finalità per cui si procede alla stima.

Al riguardo, la dottrina e la pratica professionale hanno individuato, tra le altre, le seguenti possibili metodologie per la stima del capitale economico di un'impresa in funzionamento:

- a) metodi finanziari;
- b) metodi reddituali;
- c) metodi patrimoniali;
- d) metodi misti patrimoniali - reddituali.

A. I metodi finanziari

I metodi finanziari sono molto diffusi nel mondo anglo-sassone e in alcuni ambiti professionali, come quelli delle banche di investimento o degli analisti finanziari.

Tra i vantaggi che sono attribuiti a tale modello viene sottolineata la maggiore oggettività rispetto al criterio reddituale, in quanto esso esclude le voci di costo e di ricavo non aventi natura monetaria, la cui stima è esposta a giudizi soggettivi (ad es. la competenza tra più esercizi).

La teoria finanziaria afferma che il valore di un investimento dipende dal valore attuale dei flussi di cassa che l'investimento stesso genererà in futuro.

La pratica americana considera l'*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis* il metodo per eccellenza di stima dei capitali d'impresa.

La formula che esprime tale strumento di valutazione è:

Valore del capitale dell'azienda (W) = I – Passività nette

dove:

Equazione 1: metodo del DCF (versione Unlevered DCF)

$$I = \sum_{t=1}^N \frac{UFCF_t}{(1+WACC)^t} + TV$$

con:

I = valore dell'investimento netto;

$UFCF_t$ = flussi di cassa "unlevered" attesi anno per anno;

N = durata in anni del periodo di previsione analitica del flusso di cassa;

WACC = coefficiente di attualizzazione determinato come media ponderata del costo delle diverse fonti di capitale (Equity e Debito);

TV = Valore Finale dell'investimento (o anche Terminal Value).

L'elemento chiave dei calcoli riguarda la previsione, anno per anno, dei flussi di cassa. Per un anno qualsiasi il flusso di cassa atteso è, generalmente, così definito:

Flusso di cassa atteso = Utile prima degli interessi e delle imposte (EBIT) – imposte + ammortamenti ed altri costi differiti – investimenti fissi – impieghi di circolante.

Il flusso di cassa viene considerato per un periodo limitato, generalmente per 5 - 10 anni. Il tasso adottato per l'attualizzazione dei cash flow è tipicamente il costo medio ponderato del capitale (WACC).

Per la determinazione del valore finale TV, nella maggior parte dei casi, si ricorre alla stima mediante la formula della rendita perpetua, con:

Equazione 2: calcolo del Valore Finale (o Terminal Value)

$$TV = \frac{\frac{UFCF_N + (1 + g_6) * (1 - RR)}{(r - g_\infty)}}{(1 + r)^N}$$

UFCF = flussi di cassa "unlevered" attesi anno per l'anno N ;

WACC = coefficiente di attualizzazione determinato come media ponderata del costo delle diverse fonti di capitale (Equity e Debito);

g_6 = saggio di crescita dei flussi di cassa attesi fra il quinto ed il sesto anno;

g_∞ = saggio di crescita di lungo termine oltre il periodo di previsione analitica;

RR= saggio di reinvestimento dei flussi di cassa necessario a sostenere la crescita prevista oltre il periodo di previsione analitica.

B. I metodi reddituali

I metodi reddituali - nelle due modalità di applicazione di attualizzazione temporanea o perpetua del reddito - sono quelli che fondano la determinazione del valore equo dell'azienda principalmente sulle prospettive di reddito della stessa.

I metodi reddituali hanno come obiettivo quello di determinare il valore di un'impresa attraverso l'attualizzazione dei proventi netti ottenuti durante un determinato periodo di tempo.

Tale metodologia è tipica dell'Europa Continentale, in contrasto con la pratica del mondo anglosassone. Ai metodi reddituali viene generalmente attribuita la capacità di esprimere il livello di reddito effettivamente raggiunto e di poter collegare i risultati certi relativi al passato ai risultati attesi futuri.

I calcoli e le valutazioni effettuati utilizzando tali metodi sono inoltre basati su valori medi futuri, più facili da stimare rispetto ai rendimenti annui.

Si tratta di metodi che godono di spiccato fondamento teorico, dove l'azienda viene considerata quale "bene" da reddito e la determinazione del suo valore nel complesso non può che essere basata, in linea di principio, sull'attualizzazione temporanea o perpetua del suo reddito medio prospettico.

Un ulteriore aspetto è rappresentato dalla possibilità di ricorrere alla “normalizzazione” dei risultati periodici attraverso la redistribuzione di componenti straordinari e l’eliminazione di costi e proventi estranei alla gestione caratteristica.

L’orizzonte temporale adottato nell’utilizzo dei metodi reddituali dovrebbe essere indeterminato, in quanto l’impresa viene considerata come una realtà destinata a perdurare nel tempo.

Vige, comunque, la tendenza a limitare la vita dell’impresa e la durata dei flussi attesi a causa della crescente incertezza tipica della stima dei redditi futuri.

Per questo motivo, anche con riferimento ai metodi reddituali, le previsioni credibili sono quelle riferibili ad orizzonti temporali limitati (3-5 anni), oltre tale limite i flussi attesi dipendono da approssimazioni.

I metodi fondamentali in cui può essere declinato il modello reddituale conducono a quattro famiglie di valori:

- valori economici (W_e),
- valori potenziali puri, o *stand alone*, (W_p),
- valori potenziali d’acquisizione (W_{pc}),
- valori potenziali controllabili (W_A).

Tutte queste famiglie di metodi impiegano, quali input fondamentali, nei loro algoritmi di calcolo:

- i flussi reddituali attesi per i primi “n” anni di previsione analitica;
- i flussi reddituali “successivi” sintetizzati nel valore terminale (Terminal Value), espresso o nella variante della rendita perpetua o della attualizzazione temporanea;
- i tassi di attualizzazione: quest’ultimi assumono fondamentalmente due vesti, il C.o.e. (Cost of Equity) ed il WACC (Weighted average cost of capital);
- il tasso di crescita “g”, che entra principalmente nella formula del valore terminale.

Le formule utilizzate con riferimento ai metodi reddituali sono:

(a) La formula della rendita perpetua:

$$W = \frac{R}{i}$$

con

R = reddito medio atteso

i = tasso di capitalizzazione

(b) La formula della rendita limitata, nei tre sottocasi:

- con l'uso del reddito medio R:

$$W = R \cdot n$$

- con l'uso dei redditi attesi anno per anno:

$$W = \sum_{t=1}^N R_t \cdot v_t$$

Con v_t fattore di attualizzazione

- con l'uso dei redditi annui per un periodo (fino all'anno m) e del reddito medio per gli anni da m+1 a n:

$$W = \sum_{t=1}^N R_t \cdot v_t + \sum_{t=N+1}^M R_m \cdot v_t$$

(c) La formula della rendita limitata, più il "valore terminale" attualizzato, per tenere conto dell'ulteriore capacità dell'impresa di produrre redditi:

$$W = \sum_{t=1}^N R_t \cdot v_t + TV$$

Il metodo reddituale è un metodo concettualmente valido, ma non trova idonea applicazione quando il processo di formazione del reddito sia incerto, ed evidenzia i suoi limiti allorché la dimensione e la struttura del patrimonio siano elementi troppo rilevanti per poter essere trascurati.

C. I metodi patrimoniali

La stima mediante i metodi patrimoniali si basa sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il "patrimonio netto". Il metodo di valutazione patrimoniale, per la sua carenza di razionalità, non è mai, in sé stesso, un modo accettabile per valutare un'azienda, in quanto trascura l'aspetto reddituale della stessa.

Ciò non toglie che l'informazione patrimoniale sia sempre utile e che in alcune circostanze essa diventi necessaria per dare completezza alle stime o per definirne meglio il contenuto; rappresenta in buona sostanza un elemento di supporto, un'integrazione che in vari modi entra, o può entrare, a comporre le valutazioni vere e proprie, fornendo riferimenti utili o anche necessari.

A seconda che i beni immateriali vengano o meno inclusi nella valutazione si possono distinguere: metodi patrimoniali semplici (considerano solamente i beni materiali, crediti e liquidità) e metodi patrimoniali complessi (caratterizzati dall'apprezzamento anche di una serie di beni immateriali).

Le stime patrimoniali semplici danno un'informazione rilevante per tutte le categorie di aziende. Esse danno luogo alla determinazione del cosiddetto "capitale netto rettificato" (K), che si ottiene

apportando al Patrimonio Netto dell'azienda alcune variazioni per tener conto di eventuali valori latenti e inespressi nelle varie poste dell'attivo patrimoniale.

A titolo di esempio si citano:

- le rettifiche al valore delle immobilizzazioni tecniche;
- le correzioni (positive o negative) attinenti alla valutazione dei crediti;
- i costi capitalizzati che non abbiano un effettivo contenuto patrimoniale;
- l'esame di congruità dei fondi di fine rapporto del personale;
- la stima dei rischi connessi a cause passive in corso.

In definitiva avremo che il valore globale dell'impresa (W) sarà la risultante della somma del patrimonio netto contabile e delle rettifiche da apportare alle singole voci di Stato Patrimoniale.

Equazione 3: metodo patrimoniale puro

$W = K$

Con:

$K =$ patrimonio netto rettificato

Nel caso in cui le rettifiche sopraindicate dessero luogo a delle plusvalenze, si renderebbe necessario procedere ad una stima dei carichi fiscali latenti (e quindi, differiti nel tempo) che esse sottendono.

D. I metodi misti patrimoniali - reddituali

Questo metodo rappresenta una buona soluzione per ottenere equilibrio tra obiettività, verificabilità e razionalità. Secondo il metodo misto occorre considerare sia la dimensione e la struttura del patrimonio (il quale in genere è effettivamente tale da non poter essere trascurato) sia la redditività media attesa (altro aspetto molto importante in sede di investimento su unità produttive).

Si tiene inoltre conto sia del "trend" storico sia di quello prospettico, quantificando anche valori non esplicitamente rappresentati da poste di bilancio come "l'avviamento".

Il valore della società viene, in tal caso, determinato rettificando il patrimonio netto - secondo la procedura utilizzata nei metodi patrimoniali - e sommando ad esso l'avviamento o *Goodwill*, definito come sovra-reddito (che può essere positivo o negativo, assumendo in tal caso la denominazione di *Badwill*) che il capitale investito nell'azienda può generare rispetto al reddito normale atteso per il settore e per il tipo di azienda considerata.

In quest'ambito generalmente si individuano due varianti operative:

- il metodo della stima autonoma del *Goodwill* (con capitalizzazione limitata e illimitata);
- il metodo del valore medio.

Il metodo misto, nella sua formulazione originaria, mette in evidenza un valore di avviamento (*Goodwill*) rappresentato dalla differenza fra il risultato della stima reddituale ed il valore patrimoniale.

Equazione 4: metodo misto patrimoniale-reddituale

$$W = K + an * i' (R - iK)$$

con:

K = capitale netto rettificato

R = reddito annuo medio atteso

i = tasso di rendimento normale

i' = tasso di attualizzazione del sovra-reddito o del sotto-reddito (nel caso di *Badwill*).

5. La scelta della metodologia valutativa utilizzata

La scelta del modello di valutazione dipende, come suggerito dalla migliore prassi valutativa, dalla combinazione dei seguenti profili:

- i. obiettivo della valutazione,
- ii. caratteristiche della valutanda,
- iii. documentazione a disposizione,

Per quanto attiene al punto i. e ii., si è già provveduto ad indicare come obiettivo della presente valutazione la stima del capitale economico del Ramo, quest'ultimo articolato in un insieme di asset tangibili ed intangibili, magazzino e personale – con relativi debiti – dedicati alla compravendita di metalli preziosi nel segmento e commercializzazione di monete. Relativamente alla configurazione di valore, riteniamo, che la perizia debba per così dire pervenire alla individuazione di ciò che la dottrina definisce come Valore Negoziale da intendersi quest'ultimo come “...il prezzo al quale verosimilmente un'attività finanziaria o reale potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o più specifici soggetti, indicati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispetti interessi”²²

Per quanto attiene al terzo punto si evidenzia l'assenza di un Piano, articolato e completo di tutti gli elementi necessari per sua valutazione ed utilizzo. Appare opportuno premettere che l'elaborazione di documenti previsivi appare di ardua elaborazione stante la volatilità dei prezzi di mercati e e la natura di beni rifugio dell'oro e degli altri metalli preziosi

In ragione di quanto esposto, tenuto conto della impossibilità di impiegare architetture valutative basate su attualizzazione di risultati prospettici, si è ritenuto corretto utilizzare una metodologia di tipo reddituale. Delle tre possibili varianti – rendita illimitata, limitata e limitata, più valore terminale, è stata applicata la versione con rendita illimitata.

Sebbene nel Ramo siano compresi asset intangibili – e.g. Customer Base e Brand – si ritiene che la riespressione dei valori di libro in prezzi o valori di mercato richieda l'utilizzo di matrice di tipo economico e/o finanziario.

Poiché i flussi reddituali utilizzati per la valutazione del capitale economico siano gli stessi che alimentino il *fair value* degli intangibili presenti nel Perimetro si ritiene che la determinazione del valore del Ramo contenga *in re ipsa* quello degli intangibili discendendone un profilo di allocazione

²² Cfr Punto 1.6.5 Principi Italiani di Valutazione pag. 30

relativa. Per le motivazioni indicate si è ritenuto corretto approcciare con il solo metodo reddituale rispetto ad uno misto.

6. Stima del Capitale Economico di Dierre S.r.l. in base alla metodologia di valutazione prescelta: Metodo Reddituale

Secondo il metodo reddituale puro con rendita illimitata, il valore dell'azienda viene determinato sulla base dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre in futuro. La formula adottata corrisponde all'ipotesi di durata a tempo indefinito della vita dell'azienda e si esprime con:

$$W = \frac{R}{i}$$

Dove:

W= Valore dell'azienda;

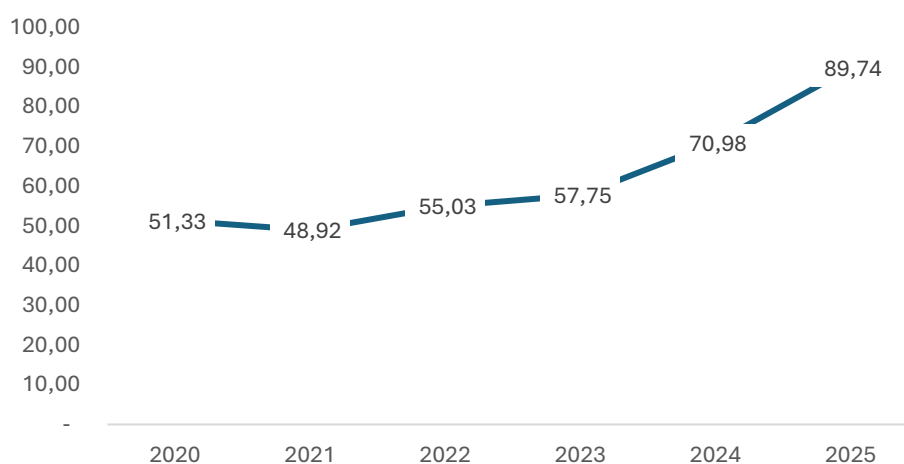
R= reddito medio normalizzato;

i= tasso di attualizzazione

Nel modello in oggetto i risultati storici sono quindi assunti come misura delle performance che la società oggetto di valutazione sarebbe in grado di generare laddove non intervenissero modifiche:

- nel posizionamento di mercato
- nel cambiamento della cornice normativa per gli operatori del settore
- nel modello di business o nelle modalità di produzione e offerta dei propri servizi
- nella struttura e funzionamento di mercato. Relativamente a quest'ultimo profilo occorre considerare con particolare attenzione la dinamica dei prezzi registrati nel periodo 2020-2025³: in questo periodo i prezzi hanno fatto registrare una crescita complessiva (CAGR) dell'11,8% ed un andamento estremamente volatile

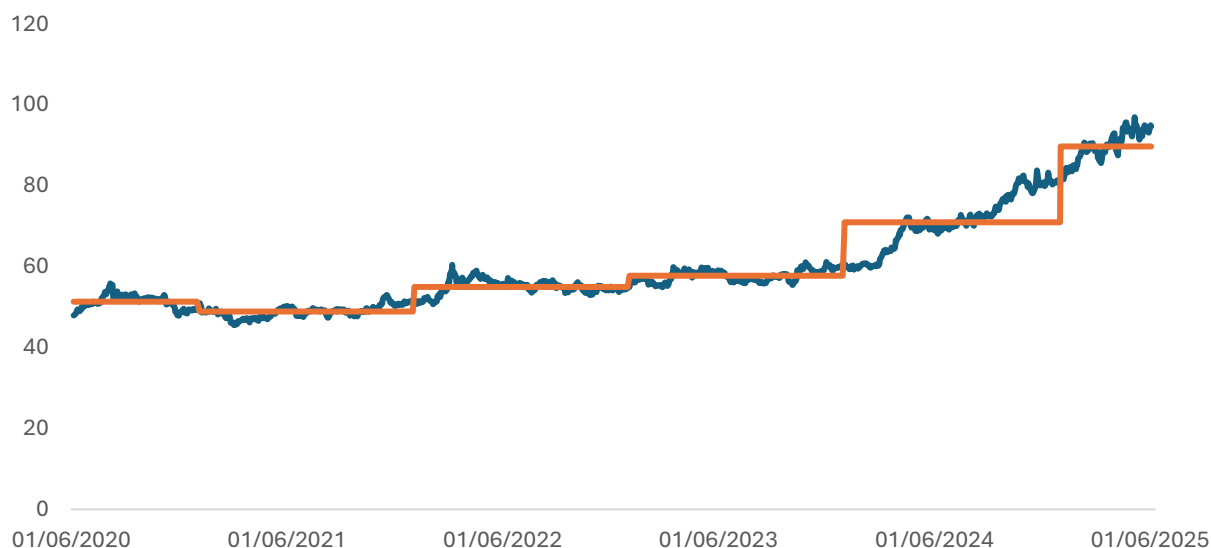
Figura 1: Andamento prezzo dell'oro (€/Kg)⁴. Valori medi YOY



³ Fino al 31/05

⁴ Fonte dati: Borsa Italiana e Mercati Internazionali

Figura 2: andamento prezzo dell'oro (€/Kg)⁵. Valori giornalieri



Al fine di contenere il rischio di potenziali sopravvalutazioni⁶ appare in tal senso opportuno sterilizzare gli effetti economici indotti da eventi congiunturali – anche se protratti nel tempo

Relativamente all'applicazione del modello in oggetto sono state adottate le seguenti ipotesi:

1. il reddito medio normalizzato è stato determinato analizzando prima i risultati reddituali del periodo 2021-2024 e concentrandosi successivamente sulla media dei valori periodo 2022-2023 in quanto, si ritiene, maggiormente espressione delle performance in astratto replicabili dal Ramo una volta sterilizzati gli effetti prodotti dall'aumento dei prezzi medi mercato. Ai valori di libro sono state apportate le rettifiche necessarie ad omogeneizzare le componenti di ricavo e costo con il perimetro di Ramo oggetto di cessione. Mentre sui primi non sono state apportate rettifiche sui secondi si è provveduto ad eliminare quei componenti di costo non replicabili nel Ramo oggetto di compravendita, come esposto nella tabella di seguito riportata:

Tabella 1: Dettaglio Rettifiche

Rettifiche	2021	2022	2023
Locazioni Immobili	14	6	5
Compenso Amm.re Unico	123	156	75
Contributo Compenso Amm.	21	24	15
Imposte Inded.	102	298	7
Amm.to Immobile		30	30
Totale Rettifiche	260	514	133

⁵ Fonte dati: Borsa Italiana e Mercati Internazionali

⁶ O all'opposto sottovalutazioni

Sulla base delle rettifiche apportate si è provveduto a ricostruire la struttura di conto economico del Ramo relativo al periodo 2021-2024

Tabella 2: Conto economico di Ramo

CE Sintesi	2021	2022	2023	2024	Media
<i>Dati in €/000; % sui Ricavi</i>					
Ricavi	31.338	52.699	51.898	50.026	46.490
Acquisto	(29.889)	(56.135)	(51.269)	(42.782)	(45.019)
<i>% sui ricavi</i>	-95,4%	-106,5%	-98,8%	-85,5%	-96,6%
Var Rim	(432)	5.241	1.206	(3.915)	525
<i>% sui ricavi</i>	-1,4%	9,9%	2,3%	-7,8%	0,8%
GM	1.017	1.804	1.835	3.329	1.996
GM%	3,2%	3,4%	3,5%	6,7%	4,2%
Servizi	(212)	(263)	(277)	(276)	(257)
<i>% sui ricavi</i>	-0,7%	-0,5%	-0,5%	-0,6%	-0,6%
Altri costi	(24)	(140)	(8)	(7)	(45)
<i>% sui ricavi</i>	-0,1%	-0,3%	0,0%	0,0%	-0,1%
Personale	(293)	(262)	(265)	(187)	(252)
<i>% sui ricavi</i>	-0,9%	-0,5%	-0,5%	-0,4%	-0,6%
Ebitda	488	1.139	1.285	2.858	1.443
Ebitda%	1,6%	2,2%	2,5%	5,7%	3,0%
Amm.ti	(12)	(54)	(31)	(53)	(38)
<i>% sui ricavi</i>	0,0%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
Ebit	476	1.085	1.254	2.805	1.405
Ebit%	1,5%	2,1%	2,4%	5,6%	2,9%

2. il tasso di attualizzazione è stato determinato mediante metodologia CAPM, utilizzando la formula di seguito riportata:

$$Re = Rf + \beta * ERP$$

Dove:

- Rf : rappresenta il tasso di interesse proprio dell'investimento in un'attività priva di rischio, il cui rendimento è certo
- β : misura il rischio di un titolo che si riflette sulla fluttuazione delle sue variazioni di prezzo rispetto al mercato complessivo. In altre parole, è la sensibilità del titolo al rischio di mercato.
- ERP : rappresenta una stima del rendimento addizionale che gli investitori chiedono al mercato per detenere un portafoglio di titoli azionari

Per l'applicazione del CAPM si è optato per i seguenti valori:

- Risk Free (Rf): è stato considerata la media di:

- 3,66% come Rendistato fornito da Banca di Italia 2024 e primi due mesi del 2025 per titoli di Stato con scadenza tra 6 anni e 7 mesi - 8 anni e 6 mesi
- 3,78% come somma di IRS 10 anni @ 2,63% più Credit Default Swap Italia 10 anni @1,15%
- β : Il beta utilizzato è stato posto pari a quello di Confinvest - pari a 0,50 –la quale si ritiene l'unico comparabile italiano della Target
- **Equity Risk Premium** (“ERP”): pari al 6% determinato quale media delle seguenti metodologie di stima:
 - ERP momentum pari al 6,21%. calcolato sommando all'ERP del mercato “maturo” - e.g. USA pari al 4,70%- il premio per il rischio del paese nel quale opera la società oggetto di valutazione - rischio paese Italia 1,51%
 - La media dell'ERP proposto da broker specializzati pari al 6,04%
 - L'ERP suggerito da Kroll è stimato pari al 5,75% quale media degli ERP raccomandati per l'Italia che variano tra il 5,5% e il 6% (03/2025)

È stato infine considerato un ulteriore addendo pari al 4% quale espressione dei rischi specifici del Ramo, *i.e.* in termini di capacità previsive (“Execution Risk”) che dimensionale (“Small-size Premium) (Company Specific Risk).

Tenuto conto di quanto indicato, si riporta di seguito il prospetto riepilogativo del calcolo del costo dell'Equity determinato in misura pari al **10,72%**, considerando una struttura finanziaria fully equity e quindi scontata al Cost of Equity (“COE”).

Tabella 3: Dettaglio Assumptions tasso di sconto – Cost of Equity

Discount Rate	Parameter
Rf	3,72%
Rendistato	3,66%
IRS+CDS	3,78%
Unlevered β	0,50
Tax Rate	24,00%
Gearing	
Levered β	0,50
ERP	6,00%
Build-Up	6,21%
Broker	6,04%
Kroll	5,75%
CSR	4,0%
Execution Risk	2,0%
Small Size Premium	2,0%
COE	10,72%

Tenuto conto di quanto rappresentato si è proceduto alla determinazione del capitale economico del Ramo:

Tabella 4: Valore del Ramo

Valuation	Steady State
€/000; Valori Medi; % sul Fatturato	22-23
Fatturato	52.299
Costi Operativi	(51.086)
<i>Acquisto +Var MP</i>	(50.479)
<i>Struttura</i>	(270)
<i>Altri costi</i>	(74)
<i>Personale</i>	(263)
Ebitda	1.212
<i>Ebitda%</i>	2,3%
Amm.ti	(43)
EBIT medio	1.170
<i>EBIT medio %</i>	2,2%
Tassazione	28,0%
Reddito medio post tassazione	843
Rendita Perpetua	
Tasso di sconto	10,7%
Durata Rendita	Illimitata
Valore Economico	7.860

Si riporta di seguito la Sensitivity Analysis nella quale è evidenziato il valore del capitale economico del Ramo al variare del tasso di sconto utilizzato

Tabella 5: Analisi di Sensitività Tasso di sconto

7.860	9,7%	10,2%	10,7%	11,2%	11,7%	12,2%
8.668	8.244	7.860	7.509	7.189	6.895	

Relativamente al metodo di controllo, usualmente basato sull'utilizzo dei multipli di mercato di ovvero di transazioni comparabili, si è ritenuto opportuno non procedere in ragione dell'assenza di transazioni sul mercato aventi per oggetto società del settore e per la presenza di un unico *comparable* quotato rappresentato dalla società acquirente del Ramo.


7. Conclusioni sul valore

La presente Relazione di Stima e le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali la presente Relazione di Stima è stata predisposta ed alla luce delle ipotesi e delle limitazioni descritte nel capitolo 1.

Sulla base di quanto premesso, e tenuto conto delle risultanze derivanti dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato riteniamo che il valore, del 100% del Capitale Economico del Ramo Dierre S.r.l. sia pari ad **Euro 7.860 mila**.

Milano, 11/07/2025

**RSM Società di Revisione e
Organizzazione Contabile S.p.A.**



Luca D'Ambrosio
(Partner)