

RELAZIONE DI STIMA

ai sensi dell'art. 2343 - ter, comma 2, lettera b), cod. civ.

**concernente la valutazione della totalità delle azioni ordinarie
di "CENTRALE DEL LATTE D'ITALIA S.p.a."
oggetto di conferimento in natura a NEWLAT FOOD S.p.a.**

Esperto estimatore: Dott. Giacinto Sarubbi

29 maggio 2020

RELAZIONE DI STIMA ai sensi dell'art. 2343 - ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile

Il sottoscritto dott. **Giacinto SARUBBI**, nato a Milano l'8 gennaio 1963, con Studio in Milano, Viale Andrea Doria n. 48/A, Commercialista iscritto al Registro dei Revisori Contabili al n. 53062, all'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano e all'Albo dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano, C.F. SRB GNT 63A08 F205F, essendo stato incaricato in data 15 aprile 2020 dal dott. Angelo Mastrolia in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione della società **NEWLAT FOOD S.p.a.** (di seguito "NEWLAT FOOD") con sede legale in Reggio Emilia, Via J.F. Kennedy 16, quale Esperto estimatore per redigere la relazione di stima prevista dall'art. 2343 - ter, comma 2, lettera b, del Codice Civile, in relazione al conferimento in natura della totalità delle azioni della società "**CENTRALE DEL LATTE D'ITALIA S.p.A.**" (di seguito anche "CENTRALE DEL LATTE" o "CLI") con sede legale in Torino, via Filadelfia 220, al servizio del previsto aumento di capitale di NEWLAT FOOD, espone quanto in appresso.

* * * *

INDICE

1. Introduzione

- 1.1 Oggetto e finalità dell'incarico
- 1.2 Descrizione dell'operazione, corrispettivo riconosciuto e valore attribuito alle azioni CLI
- 1.3 Data di riferimento della stima
- 1.4 Documentazione utilizzata
- 1.5 Lavoro svolto
- 1.6 Limitazioni

2. La Partecipazione oggetto di conferimento

2.1 Caratteristiche della partecipazione

3. Il Gruppo Centrale del Latte d'Italia

3.1 Profilo storico del gruppo Centrale del Latte d'Italia

3.2 L'attività svolta dal gruppo Centrale del Latte d'Italia

3.3 Il settore di riferimento

3.4 Dati economici e finanziari del gruppo Centrale del Latte d'Italia

4. I metodi di valutazione e la loro scelta

4.1 Fasi della valutazione

4.2 Breve disamina dei diversi metodi valutativi

4.2.1 *Il metodo patrimoniale*

4.2.2. *Il metodo reddituale*

4.2.3. *Il metodo misto patrimoniale-reddituale*

4.2.4. *Il metodo del Discounted Cash Flow*

4.2.5. *I metodi dei multipli di mercato*

4.3 La scelta dei metodi di valutazione nel caso di specie

5 Il procedimento di valutazione

5.1. Valutazione con il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF)

5.1.1. *La stima del WACC*

5.1.2. *La stima del tasso di crescita di lungo periodo "g"*

5.1.3. *La stima dei flussi di cassa operativi futuri*

5.2. Valutazione con il metodo dei multipli di mercato

6 Conclusioni

* . * . *

1. INTRODUZIONE

1.1 *Oggetto e finalità dell'incarico*

NEWLAT FOOD S.p.A. ("NEWLAT FOOD" o "la Società Conferitaria") in data 1° aprile 2020 ha promosso un'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio obbligatoria totalitaria ("Offerta" o "OPAS"), ai sensi e per gli effetti degli articoli 102 e 106, commi 1 e 2-bis, del Testo Unico della Finanza, D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 ("TUF").

L'Offerta ha a oggetto massime n. 7.339.778 Azioni della società "CENTRALE DEL LATTE D'ITALIA S.p.a." (le "Azioni CLI"), rappresentative del 52,43% del capitale sociale e dei diritti di voto, come meglio descritta nel paragrafo 1.2.

Nell'ambito dell'OPAS è previsto che il corrispettivo riconosciuto agli Azionisti di CLI sia composto in parte da nuove azioni ordinarie di NEWLAT FOOD, da emettersi a fronte del conferimento in natura delle azioni CLI, e in parte da una componente in denaro.

Il Consiglio di Amministrazione di NEWLAT FOOD ha quindi deliberato di sottoporre all'approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti la proposta di aumento di capitale, a pagamento e in via scindibile, da eseguirsi in una o più volte, e anche in più tranches, mediante emissione di massime 4.666.673 azioni ordinarie di NEWLAT FOOD, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ. (l'"Aumento di Capitale"), da liberarsi mediante conferimento in natura di massime 14.000.020 azioni di CLI (pari al 100% del capitale sociale di CLI), così formate:

- massime n. 7.339.778 azioni di CLI (pari al 52,43% del capitale) portate in adesione all'OPAS, nonché
- n. 6.660.242 azioni di CLI (pari al 47,57% del capitale) da parte di Newlat Group S.A. e oggetto del contratto di vendita tra Newlat Group e Newlat Food del 1° aprile 2020,

(nel suo complesso, il "Conferimento").

Ai fini dell'Aumento di capitale, il Consiglio di Amministrazione di NEWLAT FOOD ha deliberato di avvalersi, ai sensi dell'art. 2440, comma 2, cod. civ., della disciplina di cui agli articoli 2343-ter e 2343-quater, cod. civ. per la stima delle azioni CLI oggetto di conferimento in natura.

Secondo la procedura prevista dall'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, NEWLAT FOOD ha nominato il sottoscritto Giacinto Sarubbi quale Esperto estimatore indipendente per la predisposizione della relazione di stima del valore delle azioni di Centrale del Latte d'Italia S.p.a. oggetto del Conferimento.

La partecipazione oggetto di stima è più precisamente identificata nei successivi paragrafi 1.2 e 2.1.

La presente relazione è predisposta tenendo in considerazione la struttura complessiva dell'operazione e la finalità generale che il disposto di legge intende perseguire, ovvero quella di evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti in natura, il patrimonio della Società Conferitaria risulti artificiosamente alterato.

Con riferimento a tale finalità ed in analogia a quanto previsto dagli articoli 2343 e 2465 del codice civile, la presente relazione, oltre a stimare il valore delle azioni di CLI oggetto del Conferimento, attesta che tale valore è almeno pari a quello ad esse attribuito ai fini della determinazione dell'aumento di capitale sociale di NEWLAT FOOD e dell'eventuale sovrapprezzo delle azioni emesse a fronte dell'apporto.

Le limitazioni del presente incarico sono riportate nel successivo paragrafo 1.6.

1.2 Descrizione dell'operazione, corrispettivo riconosciuto e valore attribuito alle azioni CLI

In data 30 marzo 2020, NEWLAT GROUP S.A. (controllante della Società NEWLAT FOOD S.p.a.) ha sottoscritto un contratto di compravendita, in

qualità di acquirente, con Finanziaria Centrale del Latte di Torino S.p.A., Lavia Società Semplice, Luigi Luzzati, Marco Fausto Luzzati, Carlo Luzzati e Sylvia Loew, in qualità di venditori, in forza del quale NEWLAT GROUP ha acquisito numero 6.473.122 azioni ordinarie di Centrale del Latte d'Italia S.p.a. rappresentative del 46,24% del capitale sociale e dei diritti di voto (le "Azioni CLI"), a fronte del pagamento, per ogni tre azioni CLI oggetto di compravendita, di un corrispettivo complessivo pari a Euro 3 in denaro e a n. 1 azione ordinaria di NEWLAT FOOD detenuta da NEWLAT GROUP, corrispondente a un corrispettivo unitario per ciascuna azione CLI oggetto di compravendita pari ad Euro 1,00 e a n. 0,33 azioni ordinarie NEWLAT FOOD (la "Compravendita").

Successivamente, in data 1° aprile 2020, è stato stipulato un contratto di vendita, tra NEWLAT GROUP in qualità di venditore e NEWLAT FOOD in qualità di acquirente, in forza del quale NEWLAT FOOD ha acquistato (a) le Azioni CLI oggetto di Compravendita e (b) ulteriori 187.120 azioni ordinarie di CLI rappresentative dell'1,34% del capitale sociale di CLI, già detenute da NEWLAT GROUP prima del perfezionamento della Compravendita. La vendita di azioni CLI da NEWLAT GROUP a NEWLAT FOOD ha avuto quindi per oggetto una partecipazione complessiva di n. 6.660.242 azioni ordinarie di CLI, rappresentative del 47,57% del capitale sociale di CLI, agli stessi termini economici di cui alla Compravendita tra NEWLAT GROUP e i Venditori.

Alla data del 1° aprile 2020, si sono quindi verificati i presupposti giuridici per la promozione da parte di NEWLAT FOOD di un'Offerta pubblica di acquisto e scambio obbligatoria totalitaria (OPAS) poiché NEWLAT FOOD, a seguito del perfezionamento del contratto di vendita delle azioni CLI da NEWLAT GROUP a NEWLAT FOOD, è venuta a detenere una partecipazione rappresentativa del 47,57% del capitale sociale e dei diritti di voto di CLI.

L'OPAS ha ad oggetto, come detto, massime n. 7.339.778 Azioni ordinarie di CLI, rappresentative del 52,43% del capitale sociale e dei diritti di voto.

Per ciascuna Azione CLI che verrà portata in adesione all'Offerta, NEWLAT FOOD riconoscerà agli Azionisti di CLI un corrispettivo unitario complessivo, composto da:

- (i) una componente rappresentata da azioni ordinarie di NEWLAT FOOD, pari a n. 0,33 azioni ordinarie, prive di valore nominale, di nuova emissione;
- (ii) una componente in denaro, pari ad euro 1,00.

Tale corrispettivo coincide con il prezzo riconosciuto da NEWLAT GROUP ai Venditori per l'acquisto delle azioni di CLI oggetto di Compravendita, nonché con il prezzo riconosciuto da NEWLAT FOOD a NEWLAT GROUP per il successivo acquisto delle n. 6.660.242 azioni rappresentative del 47,57% del capitale sociale e dei diritti di voto di CLI.

La somma tra il corrispettivo in denaro e il corrispettivo in azioni NEWLAT FOOD - determinato sulla base del prezzo ufficiale delle azioni di NEWLAT FOOD alla data del 30 marzo 2020 (ultimo giorno di Borsa aperta antecedente l'annuncio al mercato della sottoscrizione della Compravendita tra NEWLAT GROUP e i Venditori e della manifestazione di volontà di NEWLAT GROUP di cedere la partecipazione a NEWLAT FOOD ai medesimi termini economici di cui alla Compravendita), come indicato nella Comunicazione ai sensi dell'art. 102, primo comma, del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n.58 (TUF) - determina una **valorizzazione pari a Euro 2,72 per ciascuna Azione di CLI** che verrà apportata all'Offerta e/o che sarà oggetto dell'aumento di capitale mediante conferimento in natura in esame.

1.3 Data di riferimento della stima

La data di riferimento della presente relazione di stima inerente la Partecipazione oggetto di conferimento è il 31 marzo 2020, data a cui si riferiscono i più recenti dati del Gruppo CLI resi disponibili ai fini dell'incarico, quali approvati dal Consiglio di Amministrazione di CLI il 14 maggio 2020 e resi pubblici con Comunicato stampa in pari data.

Rispetto alla data di riferimento, ossia il 31 marzo 2020, la normativa applicabile stabilisce i limiti temporali entro i quali i risultati della presente relazione peritale potranno essere utilizzati da NEWLAT FOOD qualora si desse effettiva esecuzione alla prospettata operazione di conferimento a servizio dell'aumento di capitale di NEWLAT FOOD.

1.4 Documentazione utilizzata

Ai fini del presente incarico, NEWLAT FOOD ha messo a disposizione dello scrivente Esperto estimatore i seguenti documenti o informazioni, anche di natura non pubblica:

- Comunicato stampa congiunto di Newlat Group S.A., Newlat Food S.p.a. e Finanziaria Centrale del Latte di Torino S.p.a. del 31 marzo 2020;
- Comunicazione ai sensi dell'art. 102 del TUF (Offerta pubblica di acquisto e scambio obbligatoria promossa da Newlat Food sulla totalità delle azioni ordinarie di Centrale del Latte d'Italia S.p.a.) del 1° aprile 2020;
- Parere del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Newlat Food S.p.a. del 30 marzo 2020 e allegato Parere del Prof. Andrea Amaduzzi sul corrispettivo offerto per l'acquisto delle azioni di Centrale del Latte d'Italia;
- Documentazione predisposta da Banca Akros e UBI di presentazione dell'operazione di acquisto della partecipazione CLI

ed esaminata dal Consiglio di Amministrazione di Newlat Food del 30 marzo 2020;

- Documentazione predisposta da Newlat Food di presentazione dell'operazione agli analisti finanziari del 31 marzo 2020;
- Nota informativa e Nota di sintesi del Prospetto informativo per la Quotazione in Borsa di Newlat Food dell'ottobre 2019;
- Comunicato stampa di CLI del 10 febbraio 2020 relativo all'approvazione del Piano industriale 2020-2022 da parte del Consiglio di Amministrazione e Sintesi illustrativa del Piano di CLI;
- Relazione Finanziaria Annuale d'esercizio e consolidata al 31 dicembre 2018 e al 31 dicembre 2019 di CLI;
- Resoconto intermedio al 31 marzo 2020 (dati patrimoniali, economici e finanziari) di CLI;
- Comunicato stampa di CLI del 14 maggio 2020 relativo all'approvazione del resoconto intermedio al 31 marzo 2020 da parte del Consiglio di Amministrazione di CLI del 14 maggio 2020.

1.5 Lavoro svolto

Ai fini della presente relazione di stima, lo scrivente Esperto estimatore, personalmente e con il supporto di altri professionisti del proprio Studio professionale, ha:

- analizzato tutti i documenti e le informazioni di cui al precedente paragrafo 1.4;
- interloquito con il Management di NEWLAT FOOD, nelle persone del Group Financial Manager dott. Fabio Fazzari e del responsabile *Internal Audit* dott. Stefano Ferro, circa il contesto generale dell'operazione, il profilo operativo e finanziario del gruppo CLI, i risultati dell'esercizio 2019 e del primo trimestre 2020;

- applicato metodi di stima del valore delle azioni di CLI individuati tra quelli di generale accettazione e ritenuti adeguati al caso di specie e nell'ambito delle disposizioni di legge;
- sviluppato analisi di sensitività sui risultati della stima, al variare dei principali parametri applicativi e di alcune delle ipotesi sottostanti;
- condotto alcune analisi e discusso con i rappresentanti della Direzione di CLI, in particolare il Dirigente Preposto dott. Giuseppe Bodrero, relativamente ai dati intermedi al 31 marzo 2020 del gruppo CLI e al Piano industriale di CLI.

A completamento dell'attività, lo scrivente ha ottenuto una Lettera di attestazione nella quale il Legale rappresentante di NEWLAT FOOD conferma la completezza, autenticità e attendibilità della documentazione fornita e si dichiara consapevole delle informazioni ed ipotesi sulla base delle quali la presente relazione di stima è stata predisposta, dando altresì conferma che NEWLAT FOOD non è a conoscenza di ulteriori informazioni che, ove fornite, avrebbero potuto modificare significativamente le conclusioni raggiunte dall'Esperto.

1.6 Limitazioni

I documenti e le informazioni sopra indicati inerenti CLI e le relative assunzioni, da me utilizzati ai fini della presente relazione di stima, sono stati forniti dalle Direzioni di NEWLAT FOOD e di CLI, e acquisiti dallo scrivente nell'ambito delle fasi preparatorie e durante lo svolgimento della presente relazione peritale.

La responsabilità della regolare tenuta della contabilità sociale e della corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili, della redazione e del contenuto della situazione patrimoniale ed economica del Gruppo CLI compete agli Amministratori della Società.



L'incarico di stima a me attribuito non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuiti principi di revisione generalmente accettati in Italia, essendo tra l'altro i bilanci consolidati di "Centrale del Latte d'Italia" soggetti a revisione obbligatoria da parte di primaria società di revisione e al controllo di legalità da parte del Collegio sindacale, né un esame dei controlli interni della Società.

Non ho riscontrato, durante lo svolgimento delle analisi, elementi tali da farmi ritenere che tali assunzioni non costituiscano, alla data attuale, una base ragionevole per i dati previsionali ivi indicati; le assunzioni riferite a dati futuri sono tuttavia soggette ad un certo grado di incertezza e alcuni elementi delineati nel piano potrebbero non trovare effettiva o completa attuazione, o potrebbero avvenire con una tempistica diversa, dando luogo a risultati anche significativamente diversi dalle previsioni.

2. LA PARTECIPAZIONE OGGETTO DI CONFERIMENTO

2.1 *Caratteristiche della partecipazione*

Centrale del Latte d'Italia S.p.a. ("CLI") è una società di diritto italiano con sede a Torino, Via Filadelfia 220 e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Torino, codice fiscale e partita Iva 01934250018.

Il Capitale sociale di CLI ammonta ad Euro 28.840.041,20 ed è rappresentato da numero 14.000.020 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 2,06 cadauna.

Le azioni ordinarie di CLI sono quotate dall'anno 2000 alla Borsa Italiana, segmento STAR.

CLI è capofila di un gruppo di società attive nella produzione e nella commercializzazione di prodotti lattiero - caseari, come descritto nelle successive sezioni 3.1 e 3.2.

Ai fini della presente stima, la partecipazione oggetto di Conferimento a servizio dell'aumento di capitale di Newlat Food è rappresentata da



massime numero 14.000.020 azioni di CENTRALE DEL LATTE D'ITALIA, che risultano complessivamente rappresentative di una quota pari al 100% del capitale della società.

Le azioni ordinarie di CLI oggetto di conferimento hanno godimento regolare.

3. IL GRUPPO CENTRALE DEL LATTE D'ITALIA

3.1 Profilo storico del gruppo Centrale del Latte d'Italia

Le origini storiche dell'attività industriale della società risalgono al 1950 quando fu costituita la Centrale del Latte di Torino S.p.a. avente quale oggetto sociale l'approvvigionamento, il trattamento igienico ed il rifornimento del latte destinato al consumo diretto della popolazione torinese.

La Centrale del Latte di Torino S.p.a. regolò fin dall'inizio i suoi rapporti con il Comune di Torino sulla base di una convenzione prevista dalla legge 851/1938, che le riconosceva il diritto di esclusiva per la vendita del latte nel perimetro urbano della città di Torino.

Nel 1974, con la liberalizzazione del mercato seguita all'entrata in vigore della normativa CEE, la Centrale del Latte di Torino S.p.a. operò in regime di concorrenza con gli altri operatori del settore: venuti meno i vincoli e gli obblighi della convenzione, estese la propria influenza oltre che alla Città di Torino e alla provincia, anche ad altre zone del Piemonte, quali le province di Vercelli, Cuneo, Asti e Alessandria.

Negli anni Ottanta del secolo scorso, la Società affiancò al latte la produzione di derivati quali lo yogurt ed altri prodotti alimentari del comparto fresco e freschissimo come la panna ed i formaggi freschi.

Nel 1991 la Società acquisì una partecipazione del 20% nella Centro Latte Rapallo S.p.a. con sede in Chiavari (GE), il cui mercato di riferimento era prevalentemente caratterizzato dalle province di Genova e La Spezia.

Nel 1999 la Società portò la propria partecipazione nella Centro Latte Rapallo S.p.a. al 99,98%.

Nell'esercizio 2000 la Società ha ulteriormente allargato la gamma dei propri prodotti commercializzando con marchio proprio oltre alle uova fresche (già dal 1997) anche le insalate.

Nel 2000 la Società Centrale del Latte di Torino S.p.a. si è quotata sul MTA di Borsa Italiana e, dal 2001, è ammessa al segmento STAR di Borsa Italiana.

Nel 2002 la Società ha acquisito la Centrale del Latte di Vicenza S.p.a.

Nel 2012 la Società ha incorporato la Centro Latte Rapallo S.p.a.

Nel 2016 la Società si fonde con Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.a. e, tramite il conferimento dell'azienda Mukki, viene costituita Centrale del Latte della Toscana S.p.a.

Contestualmente, sempre nel 2016, nasce Centrale del Latte d'Italia S.p.a., nuova denominazione della società quotata in Borsa, a seguito della citata fusione per incorporazione di Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.a. in Centrale del Latte di Torino S.p.a.

3.2 Attività svolta dal gruppo Centrale del Latte d'Italia

Il gruppo Centrale del Latte d'Italia è una società privata, avente dimensioni interregionali, specializzata nella produzione e commercializzazione diretta di prodotti dell'industria lattiero-casearia quali latte fresco, latte UHT, yogurt e mascarpone e di bevande vegetali. In aggiunta al core-business lattiero-caseario, la Società ha sviluppato altre aree di interesse ad elevata potenzialità in altri settori, quali insalate di IV gamma, di cui gestisce direttamente la produzione e la vendita.

Inoltre, Centrale del Latte d'Italia commercializza, con propri marchi, prodotti confezionati nel segmento fresco-freschissimo come uova, formaggi, pasta e desserts, realizzati attraverso aziende selezionate.

Centrale del Latte d'Italia si caratterizza per un forte radicamento territoriale che vede in Piemonte, Toscana, Liguria e Veneto la quasi totalità del suo giro d'affari, con posizioni di leadership di mercato per ciò che riguarda il latte fresco e l'UHT.

Il gruppo Centrale del Latte d'Italia dispone di 4 stabilimenti produttivi dotati delle più avanzate tecnologie per il trattamento, il confezionamento e lo stoccaggio refrigerato dei prodotti, ubicati a Torino, Firenze, Vicenza e Rapallo (GE), in grado di produrre latte fresco e ESL (Extended Shelf Life), latte a lunga conservazione (UHT), yogurt e mascarpone.

Centrale del Latte d'Italia è attualmente una società attiva nella produzione e commercializzazione di circa 120 prodotti che vengono distribuiti principalmente con i marchi TappoRosso (in Piemonte), Mukki (in Toscana), Tigullio (in Liguria) e Vicenza (in Veneto).

Il gruppo conta attualmente circa 415 dipendenti e dispone di 320 mezzi refrigerati che quotidianamente riforniscono 3.400 punti vendita della Grande Distribuzione e oltre 12.700 clienti del "normal trade" e Horeca, raccogliendo circa 119 milioni di litri annui di latte da 161 stalle conferenti.

3.3 - Il settore di riferimento

Il mercato del latte è ormai entrato da vari anni in una fase di maturità, con produzione e consumi pressochè costanti.

Dal lato dell'offerta, le aziende operanti nel settore si trovano a fronteggiare una situazione di mercato in cui si registra una più marcata competitività correlata alla crescita dell'importanza del peso della distribuzione moderna nei confronti del dettaglio tradizionale, all'ingresso sul mercato delle marche commerciali (c.d private labels) ed al processo di consolidamento dei grandi gruppi.

Pertanto, al fine di mantenere elevata la propria redditività, si impone, alle Società che vogliono restare protagoniste nel settore, la necessità di rendere sempre più snelle le proprie strutture e di diversificare ed aumentare la profondità della gamma di prodotti offerti.

Dal lato della domanda, si sta assistendo, con una forte accelerazione negli ultimi anni, ad una crescita dei bisogni e delle necessità dei consumatori, che chiedono sempre più prodotti ad alto contenuto qualitativo e nutrizionale.

Questo aspetto enfatizza, per le aziende operanti nel settore, l'importanza ed il valore del *brand* e rende, quindi, necessari continui sforzi per mantenere alta la qualità, intrinseca e percepita, dei propri prodotti.

A livello settoriale, si ritiene quindi che al momento le opportunità di sviluppo non siano legate alla crescita in volume dei consumi di latte, poiché questi ultimi possono aumentare soltanto in misura marginale, per la cristallizzazione del mercato, quanto piuttosto nell'ampliamento della gamma di prodotti offerti, con un particolare focus sui prodotti confezionati del comparto fresco – freschissimo, nonché su innovazioni di prodotto che tendano a trasformare il latte in bevanda o che valorizzino maggiormente le sue caratteristiche dietetiche, nutrizionali e biologiche.

3.4 - Dati economici e finanziari del gruppo Centrale del Latte d'Italia

La situazione patrimoniale-finanziaria consolidata del gruppo Centrale del Latte d'Italia alla data del 31 marzo 2020 di riferimento ai fini della presente Relazione è riportata nella tabella seguente.

Tabella 1 - Prospetto riclassificato della situazione patrimoniale-finanziaria consolidata

	31-mar-20		31-dic-19	
Attività immobilizzate				
Immobilizzazioni tecniche	111.410		114.606	
Immobilizzazioni tecniche in corso	11.318		10.797	
Immobilizzazioni Immateriali	19.631		19.630	
Immobilizzazioni immateriali in corso	0		25	
Partecipazioni e titoli	2.053		2.053	
Svalutazioni terreni e fabbricati	(1.041)		(1.041)	
Crediti finanziari verso collegate	0		0	
Totale attività immobilizzate	143.371	97,6%	146.070	99,8%
Capitale circolante				
Crediti verso clienti	26.606		21.465	
Giacenze di magazzino	10.746		10.755	
Altre attività a breve	13.505		13.509	
Debiti verso fornitori	(39.621)		(39.159)	
Altri debiti	(7.240)		(5.464)	
Debiti tributari	(504)		(799)	
Capitale circolante netto	3.492	2,4%	306	0,2%
TOTALE MEZZI IMPIEGATI	146.863	100,0%	146.376	100,0%
Passività a lungo termine e fondi				
Trattamento di fine rapporto	4.930		5.514	
Altri fondi	66		65	
Fondo indennità fine mandato Amministratori	541		342	
Fondo imposte differite	6.089		6.089	
Totale passività a lungo termine e fondi	11.626	7,9%	12.010	8,2%
Posizione finanziaria				
Cassa banche e titoli	(26.420)		(18.951)	
Debiti verso banche	11.940		8.090	
Quota corrente finanziamenti M/L termine	24.272		24.335	
Quota corrente debiti verso altri finanziatori	205		277	
Debiti verso altri finanziatori a M/L termine	(0)		49	
Quota corrente prestito obbligazionario	2.931		2.931	
Finanziamenti a M/L termine	49.097		44.358	
Prestito obbligazionario 2017 – 2024	11.951		11.872	
Posizione finanziaria netta ante IFRS 16	73.977	50,4%	72.961	49,8%
Quota corrente di debiti finanziari per diritto d'uso IFRS	890		2.052	
Debiti finanziari per diritto d'uso IFRS 16	1.909		2.283	
Posizione finanziaria netta post IFRS 16	76.776	52,3%	77.296	52,8%
Patrimonio netto				
Capitale sociale	28.840		28.840	
Riserve	28.481		34.741	
Utile netto (perdita) di periodo	(*) 1.140		(**) (6.511)	
Totale Patrimonio netto	58.461	39,8%	57.070	39,0%
TOTALE MEZZI PROPRI E DI TERZI	146.863	100,0%	146.376	100,0%

(*) Risultato dopo le imposte sul reddito

(**) Risultato prima delle imposte sul reddito

Il Conto economico consolidato del Gruppo Centrale del Latte d'Italia alla data del 31 marzo 2020 – data di riferimento della presente relazione di stima - è riportato nella tabella seguente.

Tabella 2 - Prospetto riclassificato del conto economico consolidato

	I Trim 2020		I Trim 2019	
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	46.978	97,9%	43.488	96,9%
Variazione delle rimanenze	30	0,1%	685	1,5%
Altri ricavi e proventi	967	2,0%	692	1,6%
Valore della produzione	47.975	100,0%	44.865	100,0%
Servizi	(11.511)	-24,0%	(11.549)	-25,7%
Consumi materie prime	(25.254)	-52,6%	(25.236)	-56,2%
Altri costi operativi	(708)	-1,5%	(663)	-1,5%
Valore aggiunto	10.502	21,9%	7.418	16,5%
Costo del personale	(6.102)	-12,7%	(6.455)	-14,4%
Margine operativo lordo	4.400	9,2%	963	2,1%
Accantonamento a fondo svalutazione crediti	(258)	-0,5%	(287)	-0,6%
Ammortamento delle immob. materiali	(2.448)	-5,1%	(1.762)	-3,9%
Ammortamento delle immob. immateriali	(21)	0,0%	(10)	0,0%
Svalutazione attività materiali				
Accantonamento per rischi				
Risultato operativo	1.673	3,5%	(1.097)	-2,4%
Proventi finanziari	50	0,1%	50	0,1%
Oneri finanziari	(582)	-1,2%	(392)	-0,9%
Rettifica valore delle partecipazioni				
Plusvalenza da cessione partecipazione				
Rettifica valore attività finanziaria				
Risultato prima delle imposte sul reddito	(**) 1.140	2,4%	(**) (1.440)	-3,2%

(**) Risultato prima delle imposte sul reddito

4. I METODI DI VALUTAZIONE E LA LORO SCELTA

4.1 Fasi della valutazione

Presupposto fondamentale di ogni valutazione è la scelta preliminare della soluzione metodologica più appropriata in funzione dello scopo della valutazione e della realtà specifica del bene che ne è oggetto.

Alla luce delle premesse di cui sopra, il sottoscritto estimatore ha seguito, nella valutazione richiesta, le seguenti fasi:

Prima fase: applicazione del o dei metodi di valutazione, individuati avendo riguardo alle peculiarità della partecipazione oggetto di stima.

Seconda fase: sintesi dei risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi di valutazione per determinare la congruità del valore attribuito alla

partecipazione ai fini dell'aumento di capitale mediante conferimento in natura di tale partecipazione.

4.2 *Breve disamina dei diversi metodi valutativi*

In appresso si esaminano succintamente i principali metodi di valutazione al fine di individuarne la compatibilità con il caso di specie.

4.2.1 Il metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale costituisce un passaggio valutativo da parte dell'esperto estimatore, essendo la fase comunque prodromica a qualsiasi valutazione.

L'approccio patrimoniale consente di attribuire un valore separato anche ai beni intangibili. Esso assume particolare significato in presenza di ingenti valori di beni immateriali, la cui stima possa essere effettuata autonomamente, attraverso moltiplicatori di mercato o processi simili, oppure in presenza della necessità di determinare, con riferimenti oggettivi, il concorso dei beni intangibili nella formazione del valore.

4.2.2 Il metodo reddituale

Utilizzando il metodo reddituale puro, il valore di un'azienda è determinato unicamente in funzione dei redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Tale metodo può essere indicato per aziende operanti "a regime", senza particolari problemi finanziari, cioè aziende che sfruttano adeguatamente la loro capacità produttiva. Eventuali beni estranei al processo produttivo debbono, ovviamente, essere separatamente valutati mediante metodi appropriati.

4.2.3 Il metodo misto patrimoniale - reddituale

Il metodo in questione è basato sulla valutazione analitico-patrimoniale e sulla stima autonoma dell'avviamento o *goodwill* in funzione della capacità di reddito dell'azienda.

Il *goodwill* è determinato come attualizzazione, limitata ad un arco temporale limitato, del profitto medio (o sovra-reddito medio).

4.2.4 Il metodo del Discounted Cash Flow

Il metodo che, più di ogni altro, è in grado di attribuire un valore a qualsiasi Società o Gruppo societario, indipendentemente dalle sue caratteristiche, è il metodo finanziario. E', infatti, indubbio che il valore effettivo di un'impresa (in qualsiasi settore essa operi) corrisponde sempre ai flussi di cassa che questa genererà in futuro per i suoi azionisti e lo strumento di misurazione è costituito dalla attualizzazione di tali flussi di cassa (il c.d. "*Discounted Cash Flow*" o DCF).

L'affidabilità delle stime circa la misura ed il tempo in cui le risorse finanziarie si genereranno deve nella pratica fare i conti con la difficoltà di previsione dei flussi finanziari. Il che restringe significativamente l'ambito di applicazione, quale metodo di valutazione, ai casi in cui la previsione dei flussi finanziari presenti una sufficiente affidabilità.

La formula che esprime il valore risultante dal *Discounted Cash Flow* è la seguente:

$$W = f(\text{flussi})$$

ove:

W = valore della azienda

flussi = valore, puntuale o medio, dei flussi attesi di cassa.

Il momento di maggiore importanza è costituito dalla determinazione dei flussi attesi in un arco temporale necessariamente ampio; infatti l'affidabilità del modello è strettamente correlata al grado di obiettività e di coerenza nella stima degli elementi utilizzati per la costruzione dei flussi.

4.2.5 I metodi dei multipli di mercato

Nella valutazione delle società è sempre più frequente il ricorso ai moltiplicatori e cioè al rapporto tra il valore di mercato di analoghe società

comparabili e specifici parametri economici, quali, a seconda dei casi, l'EBITDA ("Earning Before Interests Taxes, Depreciations and Amortisations"), l'EBIT ("Earning Before Interests and Taxes") o il Fatturato ("Sales").

La ragione della diffusione di tali metodi (c.d. "multipli di mercato" o "multipli di Borsa") nella prassi professionale di valutazione delle aziende, nonché da parte di istituti di credito, banche d'affari e fondi di private equity, poggia in particolare sulla possibilità di utilizzo di processi comparativi della società in esame con i valori riconosciuti dal mercato a *comparables* operanti nel medesimo settore¹.

4.3 *La scelta dei metodi di valutazione nel caso di specie*

Nel caso in esame, la società oggetto di valutazione, Centrale del Latte d'Italia S.p.A., è una società quotata alla Borsa Italiana, i cui bilanci sono certificati da primaria società di revisione e che ha recentemente approvato - nella riunione del Consiglio di Amministrazione del 10 febbraio 2020 - un Piano industriale per il triennio 2020-2022.

Con riguardo alle metodologie di stima del valore economico di una società, si osserva che il valore economico di un'attività imprenditoriale è funzione della sua capacità di produrre ritorni economici per gli Azionisti che hanno investito in capitale di rischio. Ne consegue che il metodo di stima dovrebbe essere fondato sull'attualizzazione dei ritorni che l'impresa potrà produrre in futuro.

Tali ritorni possono essere espressi e rappresentati - con riferimento alle caratteristiche intrinseche della realtà oggetto di valutazione e dei suoi processi produttivi - in funzione dei flussi finanziari prospettici, utilizzando come metodo di valutazione nella presente relazione di stima

¹ Sui fattori che hanno determinato l'aumento dell'utilizzo del metodo dei multipli, si veda E. Fusa, *La valutazione d'azienda*, Sistemi editoriali, 2010 (p. 235).

il **metodo finanziario dei flussi di cassa attesi** (c.d. "*Discounted Cash Flow*" o DCF).

Inoltre, tenuto conto che la società oggetto di valutazione, CLI, è quotata in Borsa è sicuramente opportuno verificare l'attendibilità e ragionevolezza del risultato ottenuto anche attraverso il metodo dei multipli di mercato, ampiamente utilizzato dalla dottrina e dalla prassi aziendalistica, con il confronto con i dati di altre società *comparables* quotate in Borsa e appartenenti al medesimo settore merceologico. In particolare, nella presente relazione di stima viene utilizzato il **metodo dei moltiplicatori dell'EBITDA**, che misura la capacità dell'azienda di produrre in futuro dei risultati operativi atti a determinare un soddisfacente ritorno dell'investimento.

I metodi di stima utilizzati per la presente relazione rientrano tra quelli generalmente accettati dalla prassi professionale e di mercato, ed esprimono le necessarie caratteristiche di razionalità, dimostrabilità, neutralità e stabilità dei criteri e dei parametri del procedimento.

In tale ambito si sono scelti metodi sia analitici che empirici di mercato, con l'obiettivo di pervenire ad un giudizio di valutazione integrato, per la verifica della congruità del valore attribuito alla partecipazione in CLI ai fini del conferimento in natura nell'ambito dell'aumento di capitale di NEWLAT FOOD.

5. IL PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

5.1 Valutazione con il metodo del *Discounted Cash Flow* (DCF)

Il metodo dei flussi di cassa scontati (detto anche "metodo finanziario" o, in inglese, *Discounted Cash Flow Method*) si fonda sull'assunto che il valore del capitale economico di un'impresa è dato dal valore attuale dei flussi di

cassa futuri attesi generati dalla gestione caratteristica, ossia dal business o dai business nei quali essa opera, dedotti i debiti finanziari netti.

Esso è concettualmente simile al metodo reddituale, in quanto anche quest'ultimo si fonda sull'attualizzazione dei flussi di reddito attesi, ma se ne discosta per il fatto di utilizzare flussi di cassa in luogo di flussi di reddito, escludendo in tal modo le voci di costo e di ricavo non monetarie, come tali esposte a valutazioni convenzionali e soggettive del management.

Il metodo dei flussi di cassa scontati è di tipo "asset side", in quanto conduce preliminarmente alla valutazione del complesso delle attività dell'impresa (ovvero all'*Enterprise Value*) e solo successivamente, per differenza, al valore del capitale economico o *Equity Value*. Esso è comunque concettualmente affine al modello di stima del valore basato sull'attualizzazione dei dividendi futuri (o *Dividend Discount Model*), che è invece di tipo "equity side". La logica di fondo è che, nel lungo periodo, un'impresa non può distribuire dividendi in misura superiore ai flussi di cassa che è in grado di generare.

Infine, il metodo dei flussi di cassa è un "criterio assoluto", in ciò distinguendosi profondamente dai metodi basati sui multipli, che sono invece "criteri relativi". Esso, infatti, si basa esclusivamente sui flussi di cassa attesi generati dall'impresa oggetto di valutazione, mentre i metodi basati sui multipli valutano quest'ultima applicando a specifiche grandezze di bilancio (*in primis* l'EBITDA o margine operativo lordo) dei rapporti (o, appunto, multipli) osservati nell'ambito di opportuni insiemi di aziende comparabili.

L'applicazione del metodo finanziario richiede pertanto di stimare, oltre ai flussi di cassa futuri - in genere calcolati a partire dal piano industriale della società - il tasso al quale scontarli (solitamente il costo medio ponderato del capitale o WACC) e il tasso di crescita medio annuo previsto "in perpetuo" di tali flussi successivamente al periodo di previsione analitica.

Si illustrano di seguito le modalità con cui si è pervenuti alla stima di tali valori e parametri nel caso di Centrale del Latte d'Italia (CLI).

5.1.1 Stima del WACC

Il tasso di attualizzazione al quale scontare i singoli flussi di cassa operativi attesi viene determinato, in linea con la dottrina aziendalistica più accreditata² e la prassi professionale, come costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* o WACC). Esso, infatti, è un tasso medio fra il costo del capitale di rischio (k_E) e il costo del capitale preso a prestito (k_D) al netto delle imposte (t), ponderati, rispettivamente, per l'incidenza del capitale di rischio (E) e dei debiti finanziari netti (D), al netto delle disponibilità liquide, sul totale delle fonti di capitale ($E+D$):

$$WACC = k_E \times E / (E+D) + k_D \times (1-t) \times D / (E+D)$$

Il costo del capitale di rischio, a sua volta, si stima ricorrendo al *capital asset pricing model*, che al rendimento ottenibile da investimenti di lungo periodo a (relativamente) basso rischio (come un BTP poliennale) (r_f) aggiunge un premio per il rischio d'impresa. Quest'ultimo si ottiene moltiplicando un premio medio per il rischio di mercato ($r_m - r_f$) per un fattore beta, il cui valore è superiore o inferiore all'unità a seconda che la società oggetto di valutazione presenti un profilo di rischio superiore o inferiore rispetto alla media del mercato azionario.

Infine, dal momento che la valutazione si basa sui flussi di cassa determinati sulla base di un piano industriale elaborato dalla società da valutare, ai fini del calcolo del WACC è possibile aggiungere un ulteriore componente - detto *execution risk premium* (p) - la cui entità va commisurata all'ambiziosità e quindi ai rischi di effettiva realizzazione delle previsioni contenute nel piano. Si segue in questo modo quello che la

² Si veda per es. Guatri e Bini, "Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende", EGEA 2009, § 9.3.

letteratura definisce *build-up method* (o *build-up approach* o “costruzione per fattori”)³, che consiste, in generale, nell’aggiungere al tasso medio di mercato (tasso *risk free* + premio per l’investimento azionario) ulteriori componenti per tenere conto di rischi specifici della società oggetto di valutazione.

Di seguito la formula utilizzata per la determinazione del costo del capitale di rischio (equity):

$$k_E = r_f + (r_m - r_f) \times \beta + p$$

Si illustrano ora i criteri utilizzati per la stima dei parametri che concorrono a determinare il WACC di CLI, riportati sinteticamente nella tabella seguente.

Tabella 3 – Il calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC)

Centrale del Latte d’Italia - 31 marzo 2020	
r_f - Rendimento titoli “risk free” (media 15 osservazioni)	1,72%
Premio per il rischio di mercato (aggiornato al 5/1/2020)	5,20%
Beta <i>unlevered</i> di settore (food processing – Damodaran, aggiornato al 5/1/2020)	0,63
Rettifica al Beta per risk size premium (27,5% del Beta di settore)	0,17
Beta <i>unlevered adjusted</i>	0,80
D/E di settore (Damodaran, aggiornato al 5/1/2020)	0,212
Beta <i>levered</i>	0,928
Execution risk premium (p)	2,50%
K_E (costo dell’equity)	9,05%
K_D (costo del debito) lordo	2,33%
K_D (costo del debito) netto	1,77%
"Peso" dell’equity (di settore: Damodaran, aggiornato al 5/1/2020)	83%
"Peso" del debito (di settore: Damodaran, aggiornato al 5/1/2020)	17%
WACC	7,78%

³ Tale approccio consiste in “una serie di aggiunte corrispondenti a peculiari componenti del rischio non diversificabile” (Guatri e Bini, 2009, op. cit., p. 249). Tra i fattori più rilevanti vi sono la maggiorazione per il rischio dimensionale, per i rischi di settore, finanziario e per altre caratteristiche operative legate ad esempio alla qualità del management. Si segnala, in particolare, il “rischio avviamento”, il quale non riguarda soltanto imprese di origine recente, ma anche “imprese in fase di turnaround o che hanno compiuto nuove radicali scelte strategiche (...) e perciò particolarmente incerte negli esiti” (p. 250).

- a) Determinazione del costo del capitale di rischio (equity) k_E .
- Come tasso "risk-free" è stato assunto il tasso medio di rendimento, calcolato come media aritmetica di 15 osservazioni effettuate a fine mese dal 31 gennaio 2019 al 31 marzo 2020 (data di riferimento della valutazione), dei BTP italiani a 10 anni. Si è ottenuto un valore pari a 1,72%;
 - il Beta *unlevered* è quello relativo al settore *food processing* determinato da Damodaran (aggiornato a gennaio 2020), pari a 0,63⁴;
 - tale Beta *unlevered* è stato rettificato in aumento per tenere conto del *risk size premium*. Si tratta di una rettifica, a fini prudenziali, per recepire nella stima il fatto che Centrale del Latte d'Italia ha una dimensione e quindi una capitalizzazione di Borsa significativamente inferiore a quella delle società comparabili utilizzate per calcolare il Beta *unlevered* di settore. Vi sono infatti riferimenti empirici e teorici⁵ per affermare che, a parità di altre condizioni, gli investitori hanno aspettative di rendimento superiori nei confronti di imprese di minori dimensioni. La rettifica è stata assunta nella misura del 27,5%⁶ del beta *unlevered* di settore ed è quindi pari a 0,17. Si ottiene pertanto un beta *unlevered adjusted* pari a 0,80 (= 0,63 + 0,17);
 - ai fini del calcolo del beta *levered*, si è ritenuto opportuno considerare il rapporto di indebitamento (D/E) medio di settore (0,212), anziché quello specifico di Centrale del Latte d'Italia. Ciò per due ragioni: i) CLI ha un rapporto indebitamento piuttosto elevato relativamente alle imprese del suo settore; ii) l'utilizzo del

⁴ La media dei beta *unlevered* a un anno di due fra i più grandi gruppi del settore, ossia Nestlé e Danone, è 0,57.

⁵ Si veda in proposito Guatri e Bini, op.cit., 2009: "E' infatti noto che il CAPM (Capital Asset Pricing Model, n.d.r.) non spiega per intero la relazione rendimento-rischio delle attività finanziarie. Vi è infatti evidenza che le imprese di minore dimensione a parità di coefficiente beta mostrano rendimenti maggiori, segno che gli investitori applicano a queste imprese un costo del capitale più elevato" (p. 236).

⁶ Per Guatri e Bini, op. cit., 2009, "una misura normale di correzione in aumento del coefficiente beta è rappresentata da un premio compreso fra il 25 e il 30 per cento" (p. 236).

rapporto D/E più elevato di CLI avrebbe comportato, stante il beneficio del risparmio d'imposta derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari (c.d. scudo fiscale del debito) e la logica con cui è costruito il modello del CAPM, un WACC più basso e quindi non coerente con la logica prudenziale cui dovrebbe ispirarsi una valutazione ex art. 2343 del codice civile;

- si è ritenuto opportuno, infine, sommare un *execution risk premium* nella misura del 2,5% (valore che rientra fra quelli utilizzati nella prassi professionale in tema di valutazione), allo scopo di riflettere, come anticipato poco sopra, il rischio che le previsioni contenute nel business plan possano in qualche misura non venire realizzate. I piani industriali, infatti, *“possono presentare diversi livelli di realizzabilità a seconda delle difficoltà e dell'ambiziosità delle intenzioni strategiche, della tempistica prevista dal piano di azione, della qualità del management, del patrimonio di risorse e competenze disponibili”* (Mazzola, 2003, p. 194)⁷. Nel caso di CLI, l'ambiziosità del piano è espressa soprattutto dalle aspettative di crescita dell'EBITDA: esso, infatti, è previsto crescere da 6,5 milioni del 2019 a circa 17 milioni nel 2022, ossia aumentare in arco piano di circa 2,5 volte rispetto al livello di partenza; in termini relativi, l'EBITDA *margin*, ossia l'incidenza dell'EBITDA sul valore della produzione, è atteso in aumento dal 3,6% del 2019 al 9% circa del 2022. Tale rilevante miglioramento dei margini della gestione caratteristica è previsto si verifichi in presenza di un incremento molto più contenuto del valore della produzione (4% circa complessivo nel triennio, pari ad un incremento medio annuo di circa l'1,3%). Ciò significa che la sua concreta realizzazione presuppone importanti recuperi di efficienza operativa della società, previsti secondo quanto indicato da CLI

⁷ P. Mazzola (Il piano industriale, 2003, pp. 194-195) osserva inoltre che, in generale, “sono considerati difficilmente realizzabili i piani basati su assunzioni che: comportano una radicale trasformazione dell'assetto economico-finanziario dell'impresa, specialmente se nella direzione di un drastico miglioramento (...); presuppongono lo sfruttamento di un patrimonio

mediante risparmi sul prezzo di acquisto del latte, contenimento dei costi del personale e di altri costi operativi e sinergie di gruppo. Il raggiungimento degli obiettivi di piano dipende anche dal successo dell'integrazione post acquisizione con l'acquirente, dati i benefici in termini economici e di efficienza operativi rivenienti dalle sinergie post integrazione. Esiste in proposito un'ampia letteratura in ambito manageriale che, da un lato, riconosce l'importanza delle sinergie potenzialmente realizzabili grazie all'integrazione fra società acquirente e società target di un'operazione di acquisizione, dall'altro, segnala che l'effettivo conseguimento di tali sinergie è tutt'altro che scontato, ma dipende da una molteplicità di fattori e condizioni⁸.

La relazione trimestrale al 31 marzo 2020 di CLI, oltre a beneficiare dell'effetto positivo di maggior crescita dei ricavi (+8%) in parte connessa alla situazione contingente della pandemia COVID-19 (che ha determinato da fine febbraio una crescita significativa delle vendite nel settore food e nello specifico comparto lattiero-caseario in esame), mostra per altro risultati incoraggianti nella direzione del miglioramento della marginalità previsto nel piano industriale: l'EBITDA consolidato del primo trimestre 2020 è stato di 4,4 milioni di euro, significativamente più elevato rispetto al milione di euro circa realizzato nel primo trimestre 2019 e superiore rispetto a quanto preventivato nel Piano industriale, come indicato nel Comunicato stampa di CLI del 14 maggio 2020.

di risorse e competenze non ancora posseduto (...); ipotizzano un rapido successo in nuovi mercati o in nuovi settori (...)"

⁸ Tra i fattori che possono inibire o ritardare l'effettiva realizzazione delle sinergie da integrazione si segnala, a titolo esemplificativo, la difficoltà a condividere la conoscenza fra la società acquirente e la società target. Secondo Husted et al., 2005, "Some of the acquisition literature points out that efficient knowledge sharing following acquisitions is imperative to capturing the value potential of synergies in acquisitions (...). Assumed this is true, an obvious managerial implication is that synergy effects following an acquisition are only achievable through successful integration of the two firms, not only at operational and procedural level, but also at the human level. (...). The above-mentioned causes of acquisition failure, which resulted from cultural differences, differences in size, and power allocation, can all negatively influence the effectiveness with which members of the acquired and the acquiring organization share knowledge" (*Challenges and Issues in knowledge Management*, 2005, pp. 209-226).

Applicando il modello del CAPM ai parametri determinati in questo modo si ottiene **un costo dell'equity (k_E) del 9,05%**.

b) Determinazione del costo del capitale di debito k_D .

Ai fini della stima del costo del capitale di debito da includere nella determinazione del WACC, sono stati presi in esame i seguenti dati e informazioni tratte dal bilancio dell'esercizio 2019 e dalla relazione trimestrale al 31 marzo 2020 di CLI:

- nella relazione sulla gestione relativa all'esercizio 2019, è riportato che "il costo medio del debito finanziario è stato pari all'1,7%" (p. 13), mentre nel caso della sola capogruppo esso è stato pari al 2,1% (p. 17);
- stimando il costo del debito nella misura dell'incidenza degli oneri finanziari sulla media dei debiti finanziari lordi di inizio e fine esercizio 2019, si ottiene a livello consolidato un valore del 2,00%; applicando la stessa metodologia ai dati del primo trimestre 2020, il costo medio del debito risulta pari a 2,33%;
- dall'analisi dei singoli contratti di finanziamento in essere, si evince che i relativi tassi variano all'interno di un intervallo molto ampio di valori: si va, per esempio, da uno *spread* (rispetto all'Euribor a tre mesi) dello 0,85% per un finanziamento di 3,2 milioni di Deutsche Bank con scadenza a novembre 2022 a uno del 2,10% per un finanziamento di 3,5 milioni di Banco BPM con scadenza al 30 giugno 2023. Finanziamenti ipotecari a più lunga scadenza (2030) arrivano a un tasso finito del 2,95%.

Tutto ciò premesso, si ritiene opportuno stimare **un costo lordo k_D del capitale di debito di CLI pari al 2,33%**. Ciò in quanto esso: i) coincide con il costo medio del debito più recente determinato a consuntivo; ii) si colloca prudenzialmente nella fascia più alta all'interno dell'ampio intervallo di tassi di interesse applicati ai finanziamenti in essere di CLI.

Pertanto, **il costo del debito al netto del beneficio fiscale** (l'aliquota Ires pari al 24%) **ammonta a 1,77%**.

Ponderando quindi il costo del capitale di rischio (9,05%) e quello del capitale di debito (1,77%) per i rispettivi "pesi" nel bilancio consolidato di CLI si ottiene **un costo medio ponderato del capitale (WACC) del 7,78%**.

5.1.2 Stima del tasso di crescita di lungo periodo "g"

Si assume che i flussi di cassa successivi al periodo di piano crescano a un tasso reale nullo, per cui la loro crescita nominale è assunta pari al tasso d'inflazione attesa di lungo periodo.

Il tasso di inflazione attesa dalla Banca Centrale Europea (BCE) per l'area euro è 1,4% a due anni e 1,7% nel lungo periodo (a cinque anni)⁹. La Banca d'Italia riporta per il nostro Paese un tasso d'inflazione atteso a tre-cinque anni pari all'1,1%, sulla base dell'indagine condotta tra il 3 e il 26 marzo 2020 presso le imprese italiane con almeno 50 addetti¹⁰.

Nel corso del 2019, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) prevedeva per l'Italia un tasso d'inflazione a tendere di lungo periodo dell'1,5%. Attualmente (maggio 2020) il sito del FMI limita le proprie previsioni a un orizzonte temporale di breve termine (2021).

Si ritiene pertanto di determinare come tasso d'inflazione attesa di lungo periodo per l'Italia, da assumere come *proxy* del tasso medio annuo di crescita dei flussi di cassa successivi al periodo di piano (2020 - 2022), un **tasso d'inflazione dell'1,4%**, pari alla media fra il tasso atteso dalla Banca Centrale Europea per l'area euro (1,7%) ed il tasso atteso dalla Banca d'Italia (1,1%).

⁹ I dati sono tratti dal sito della Banca Centrale Europea all'indirizzo https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/survey_of_professional_forecasters/html/table_hist_hicp.en.html (consultato il 6 maggio 2020).

¹⁰ La pubblicazione di Banca d'Italia che riporta tale dato è aggiornata al 14 aprile 2020 ed è reperibile al sito <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/indagine-inflazione/2020-indagine-inflazione/03/index.html> (consultato il 6 maggio 2020).

5.1.3 La stima dei flussi di cassa operativi futuri

La stima dei flussi di cassa operativi scontati di CLI, determinata dallo scrivente estimatore, trae fondamento dalle risultanze del Piano 2020-2022, approvato dal Consiglio di Amministrazione di CLI il 10 febbraio 2020.

La stima del valore del capitale economico (*Equity Value*) di CLI si determina come somma algebrica dell'*Enterprise Value* (ossia il valore dell'impresa dovuto unicamente ai flussi di cassa attesi generati dalla gestione caratteristica, a prescindere dalla struttura finanziaria della società) e della posizione finanziaria netta. L'*Enterprise Value*, a sua volta, è dato dalla somma:

- a) dei flussi di cassa scontati previsti in arco piano (il periodo 1/4/2020-31/12/2022);
- b) del valore attuale del *Terminal Value*, quest'ultimo calcolato con la formula della rendita perpetua con tasso di rendimento pari al WACC e tasso di crescita medio annuo pari a g ;
- c) di eventuali *surplus asset*, ossia elementi patrimoniali (per es. partecipazioni in società collegate o in altre società) il cui valore non sia già "catturato" dai flussi di cassa operativi, come indicato dai Principi Italiani di Valutazione¹¹.

a) Il flusso di cassa operativo del singolo periodo è calcolato a partire dal margine operativo lordo (EBITDA), a cui si sottraggono ammortamenti e svalutazioni per ottenere il reddito operativo della gestione caratteristica (EBIT). Da quest'ultimo si sottraggono le imposte di competenza (IRES nella misura del 24% e IRAP nella misura del 3,9%), si sommano nuovamente ammortamenti e svalutazioni (in quanto componenti negativi di reddito non monetari) e, infine, si sottraggono gli investimenti in capitale circolante netto operativo e in capitale fisso.

¹¹ Si veda il § III.1.47 dei Principi Italiani di Valutazione emanati nel 2015 dall'OIV (Organismo Italiano di Valutazione), in tema di *redundant* o *surplus asset*.

I cash flow vengono quindi scontati al WACC, determinato nella misura del 7,78%. Poiché la data di riferimento della valutazione è il 31 marzo 2020, il flusso di cassa scontato relativo al primo periodo di piano si riferisce ai nove mesi che vanno dal 1° aprile al 31 dicembre 2020.

Poiché la valutazione è riferita al 31 marzo 2020, l'attualizzazione è stata effettuata *pro-rata temporis* conteggiando 0,75 anni per il flusso del 2020, 1,75 per il 2021, 2,75 per il 2022 e per il *Terminal Value*.

La somma dei flussi di cassa in arco piano scontati in base al WACC sopra definito determina un valore complessivo di euro 16.177.202.

b) La stima del **Terminal Value**, ossia del valore dei flussi di cassa successivi al periodo di previsione esplicita, si effettua a partire dalla stima del flusso di cassa di un anno-base, come sopra determinata, al quale si applica un tasso medio annuo di crescita g pari nel caso in esame a 1,4%.

L'anno base è il 2023, il primo successivo al periodo di piano.

Il flusso di cassa dell'anno-base ai fini del Terminal Value è quindi determinato in euro 7.759.203, con la stessa metodologia di calcolo dei flussi di cassa in arco piano sopra indicata, sulla base delle seguenti assunzioni dello scrivente estimatore:

- EBITDA del 2022 incrementato del tasso g (1,4%);
- ammortamenti pari agli investimenti, in coerenza con l'ipotesi di crescita reale dei flussi pari a zero;
- imposte calcolate nella misura ordinaria sull'EBIT;
- variazione dal capitale circolante netto pari a zero.

Applicando a tale flusso il modello della rendita perpetua a un tasso di sconto WACC pari a 7,78% e a un tasso di crescita g di 1,4%, si ottiene una stima di *Terminal Value* di euro 121.694.117 (al 31.12.2022). **Attualizzato al 31 marzo 2020, data di riferimento della perizia, il Terminal Value vale euro 99.045.339.**

c) Infine, come terza componente dell'Enterprise Value, si aggiungono i *surplus asset*, che per CLI coincidono con le seguenti partecipazioni, classificate fra le attività immobilizzate nel bilancio consolidato:

- partecipazioni in imprese collegate, iscritte nella relazione trimestrale al 31.03.2020 e valutate con il metodo del patrimonio netto: euro 1.396.785. Sono le partecipazioni in Mercofir S.c.p.a. e in Filat;
- altre partecipazioni, iscritte nella relazione trimestrale al 31.03.2020 per euro 656.103. Si tratta essenzialmente della partecipazione dello 0,52% detenuta dalla Centrale del Latte della Toscana S.p.A. nella società Finanziaria Futura Srl di Pistoia.

In totale, i **surplus asset valgono euro 2.052.888.**

Si ottiene, come si evince dalla tabella seguente, un *Enterprise Value*, ossia un valore del Gruppo CLI al lordo dei debiti finanziari, **pari a euro 117,3 milioni.**

Sottraendo la posizione finanziaria netta¹², si determina il valore del capitale economico (*equity value*) di CLI in euro 40,5 milioni, che corrisponde ad un valore per azione di CLI di euro 2,89.

Tabella 4 - La determinazione del valore del capitale economico (*equity value*) e del valore per azione di CLI

Somma dei Cash Flow scontati in base al WACC	16.177.202
Terminal value scontato	99.045.339
Surplus asset (partecipazioni in collegate e altre)	2.052.888
Enterprise Value	117.275.429
(PFN al 31.3.2020)	76.776.000
Equity Value	40.499.429
Numero di azioni	14.000.020
Valore per azione di CLI	2,89

¹² La posizione finanziaria netta al 31 marzo 2020 include i "debiti finanziari per diritto d'uso" iscritti in bilancio in conformità al nuovo principio contabile internazionale IFRS 16 (*Lease*). In conto economico l'applicazione di tale principio dà luogo alla rilevazione di ammortamenti relativi al bene in leasing e di oneri finanziari. L'esclusione dalla PFN dei debiti finanziari relativi al leasing avrebbe comportato la necessità di ricostruire anche nel conto economico (e quindi nei flussi di cassa) l'EBITDA (più basso) che si sarebbe determinato rilevando fra i componenti negativi di reddito (specificamente nella voce B8 – costi per godimento di beni di terzi) i canoni di leasing.

Sulla base delle considerazioni esposte, il sottoscritto Esperto estimatore ritiene possibile affermare che, in base all'applicazione del metodo di valutazione del "Discounted Cash Flow", il valore di un'azione ordinaria di CENTRALE DEL LATTE D'ITALIA risulta superiore al Valore unitario ad essa attribuito nell'ambito dell'Offerta pubblica di acquisto e scambio promossa da NEWLAT FOOD e nel conferimento in natura di azioni CLI al servizio del deliberando aumento di capitale di NEWLAT FOOD.

5.2 Valutazione con il metodo dei multipli di mercato

Nella pratica professionale delle valutazioni del capitale economico di un'azienda si è andato affermando, sulla scorta di metodologie applicate nelle realtà anglosassoni, l'uso del metodo dei multipli di mercato (c.d. "multipli di Borsa").

Il metodo dei multipli di mercato è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società comparabili a quella oggetto di valutazione, raffrontate a determinati parametri economici e/o operativi delle società stesse. Tale metodo si basa sull'assunto generale che, in un mercato efficiente ed in assenza di movimenti speculativi, il prezzo di Borsa delle azioni di una società riflette le aspettative del mercato circa il tasso di crescita degli utili ed il grado di rischio ad esso associato.

L'uso dei multipli nella valutazione delle aziende ha registrato nel corso degli ultimi decenni una grande diffusione, di pari passo con lo sviluppo dei mercati finanziari e delle operazioni di finanza straordinaria.

Hanno contribuito a tale diffusione vari fattori¹³:

- ✓ il grande sviluppo delle operazioni di fusione e di acquisizione, che ha reso disponibile una vasta mole di prezzi di riferimento, anche per società non quotate;

¹³ Si veda Guatri-Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, pag. 633.

- ✓ lo sviluppo delle attività di private equity, condotte da intermediari che tradizionalmente smobilizzano sul mercato di Borsa le proprie partecipazioni; intermediari che fondano sui multipli, in massima parte, le loro decisioni;
- ✓ la cresciuta importanza e consapevolezza del grande peso dei beni intangibili, per lo più non iscritti nei bilanci delle società;
- ✓ il vantaggio informativo riconosciuto ai multipli di mercato, specialmente in contesti nei quali le previsioni sono molto difficili; vantaggio che molte volte ha largamente ispirato gli analisti professionali, che sui multipli di mercato hanno spesso ampiamente basato le loro indicazioni.

L'applicazione del metodo dei multipli di mercato si articola in dettaglio nelle seguenti fasi:

- 1) scelta del *panel* di società *comparables*;
- 2) scelta del moltiplicatore (ad es. EV/EBITDA o EV/EBIT e/o EV/Vendite);
- 3) elaborazione dei risultati e sintesi finale¹⁴.

Nel caso in esame, considerato l'oggetto, la finalità e il contesto della stima, le determinazioni assunte sono state le seguenti.

Società comparabili

Per quanto riguarda la selezione di società *comparables* si è scelto un campione di imprese operanti nel settore alimentare aventi come area geografica il continente Europeo.

La società in esame e il Gruppo CENTRALE DEL LATTE D'ITALIA operano quasi esclusivamente sul mercato italiano e, in minima parte, in altri Paesi.

L'attività di CLI è principalmente nel settore lattiero-caseario (latte, yogurt, formaggi e altri prodotti caseari), oltre alla produzione o

¹⁴ Si veda, per un'illustrazione delle fasi della valutazione con il metodo dei multipli di mercato, Guatri-Bini, Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, pag. 644.



commercializzazione di altri alimenti (bevande vegetali, insalate di IV gamma, pasta e dessert).

Sono state quindi selezionate, come imprese *comparables*, società quotate (*mid-size peers*) di medio-grande dimensione¹⁵ operanti nel settore lattiero-caseario e/o nel settore alimentare.

Le società selezionate come *panel* di società *comparables* sono qui di seguito elencate.

Tabella 5 - Il *panel* di società *comparables*

	Nome società comparabile	Stato
1)	Ebro Foods SA	Spagna
2)	Cloetta AB	Svezia
3)	Lotus Bakeries	Belgio
4)	Bell Food Group Ltd	Svizzera
5)	Bonduelle SA	Francia
6)	Bakkavor Plc	Regno Unito
7)	Greencore Plc	Irlanda
8)	Emmi AG	Svizzera
9)	Glanbia Plc	Irlanda
10)	Savencia SA	Francia

Si riportano di seguito i dati relativi alle società *comparables*, la loro capitalizzazione di Borsa e l'*Enterprise Value* di ciascuna di esse (Euro/milioni).

¹⁵ Tenuto conto della struttura di CLI, sono state escluse alcune società di grandi dimensioni, in termini di ricavi o capitalizzazione, come Danone SA (Francia) e Orkla ASA (Norvegia).

Tabella 6 – I dati economici e finanziari¹⁶ delle società *comparables*

Società Comparabile	Vendite 2019	EBITDA 2019	Capitalizzaz. 31.12.2019	Net Financial Debt	Enterprise Value (EV)
EBRO FOODS SA	2.813	342	2.968	999	3.967
CLOETTA AB	622	100	876	220	1.096
LOTUS BAKERIES	612	124	2.113	129	2.242
BELL FOOD GROUP LTD	3.757	267	1.517	621	2.138
BONDUELLE SA	2.777	213	937	654	1.591
BAKKAVOR PLC	2.217	180	967	508	1.475
GREENCORE PLC	1.446	142	1.195	289	1.483
EMMI AG	3.219	324	4.152	82	4.234
GLANBIA PLC	3.875	325	3.050	614	3.664
SAVENCIA SA	5.007	359	862	605	1.467

Il moltiplicatore utilizzato

Per quanto riguarda la scelta del moltiplicatore da utilizzare, considerate le caratteristiche proprie del settore alimentare e la prassi di mercato, si è fatto riferimento al moltiplicatore sul Margine operativo lordo (o EBITDA), riportando inoltre per completezza anche il moltiplicatore sui Ricavi di vendita (*Sales*).

Si è quindi fatto riferimento, nell'esame dei dati di mercato e del c.d. *Enterprise Value* (EV) dei comparables, ai seguenti due multipli:

- EV/Ebitda;
- EV/Sales.

In particolare, si è quindi considerato quale dato di sintesi, per la verifica dei multipli di mercato, la media del valore dei multipli per il *panel* delle società *comparables*, considerando la sostanziale omogeneità del settore esaminato e il fatto che la società oggetto di valutazione dovrebbe,

¹⁶ Anno 2019 o ultimo esercizio pubblicato.

nell'arco di tempo preso in considerazione, addivenire ad un posizionamento medio in termini di performance economiche.

Tabella 7 - I multipli delle società *comparables*

Società Comparabile	EV/EBITDA	EV/SALES
EBRO FOODS SA	11,60	1,41
CLOETTA AB	10,95	1,76
LOTUS BAKERIES	18,15	3,66
BELL FOOD LTD	8,00	0,57
BONDUELLE SA	7,47	0,57
BAKKAHOR PLC	8,18	0,67
GREENCORE PLC	10,45	1,03
EMMI AG	13,06	1,32
GLANBIA PLC	11,28	0,95
SAVENCIA SA	4,09	0,29
MEDIA	10,32	1,22

Elaborazione dei risultati e sintesi del metodo dei multipli

Il multiplo di riferimento, frequentemente utilizzato nella prassi delle valutazioni d'azienda, è quello di natura reddituale, ossia nel caso in esame il multiplo EV / Ebitda.

Il valore medio del multiplo EV / Ebitda, relativo al campione di imprese *comparables* considerate, è il seguente:

Tabella 8 - La media del multiplo delle società *comparables*

Multiplo	Media dei Comparables
EV / Ebitda	10,32

Lo scrivente ha quindi confrontato i multipli di mercato dei *comparables* con il multiplo implicito nel valore attribuito alle azioni di CLI ai fini del conferimento in natura.

In particolare:

- a) si è determinato l'*Enterprise Value* attribuito a CLI dall'Offerente sommando all'*Equity Value* (pari al prodotto del valore attribuito a ciascuna azione ai fini del conferimento in natura per il numero di azioni emesse) la Posizione Finanziaria Netta (PFN) della stessa CLI al 31 marzo 2020;
- b) si è quindi calcolato il rapporto EV / EBITDA implicito nell'Offerta di NEWLAT FOOD, sulla base dell'*Ebitda adjusted* per l'anno 2020 desumibile dal Piano industriale di Centrale del Latte d'Italia S.p.a., approvato dal Consiglio di Amministrazione del 10 febbraio 2020.

I risultati ottenuti sono riportati nella tabella successiva.

Tabella 9 - Il multiplo EV / Ebitda implicito di CLI

	Offerta Newlat Food
Valore per azione CLI	2,72
Numero azioni CLI	14.000.020
<i>Equity Value</i>	38.080.000
PFN al 31.3.2020	76.776.000
<i>Enterprise Value (EV)</i>	114.856.000
Ebitda 2020 di CLI atteso	11.680.000
Multiplo EV / Ebitda attribuito a CLI dall'Offerta	9,83

Come si evince dalle tabelle sopraindicate, il multiplo EV/EBITDA risultante dalla media (10,32) del *panel* delle società *comparables* risulta superiore - di circa il 5% - rispetto a quello implicito relativo a CLI (9,83). Ancora più ampio sarebbe il margine se si considerasse il multiplo EV/Sales, che per il *panel* di società *comparables* presenta una media di 1,22, mentre nel caso di CENTRALE DEL LATTE D'ITALIA risulta pari a 0,63. Al riguardo, va considerato che la minore redditività (in termini di EBITDA rapportato al fatturato) di CLI rispetto ai *mid-size comparables*

rende in parte spiegabile tale maggior margine e meno significativo l'utilizzo di tale multiplo EV/ Sales.

Di conseguenza, nell'ambito della valutazione con il metodo dei multipli di Borsa, qualora si applicasse a CLI il multiplo di mercato EV / EBITDA del *panel* di società *comparables*, il Valore unitario dell'azione ordinaria CLI risulterebbe superiore a quello di 2,72 euro attribuito alla stessa nell'ambito dell'Offerta pubblica di acquisto e scambio promossa da Newlat Food S.p.a.

Applicando al dato di Ebitda di CLI il multiplo medio (10,32) delle società *comparables* e deducendo la PFN di CLI, risulterebbe infatti un *Equity Value* di 43,8 milioni, superiore di circa il 13% all'*Equity Value* risultante dall'Offerta di Newlat Food. Al riguardo, il fatto che il mercato di Borsa riconosca ai *comparables* una valutazione parzialmente più alta in proporzione all'Ebitda, rispetto a quella che è stata calcolata per CLI, può essere giustificato dal maggior livello di indebitamento di CLI (rapporto *Debt/Equity*) e quindi di rischiosità, rispetto alla media del settore food e dei *comparables*¹⁷.

Sulla base delle considerazioni sopra esposte il sottoscritto Esperto estimatore ritiene possibile affermare che, anche dalle evidenze emerse dall'applicazione del metodo dei multipli di mercato, il valore di un'azione ordinaria di CENTRALE DEL LATTE D'ITALIA risulta superiore al Valore unitario ad essa attribuito nell'ambito dell'Offerta pubblica di acquisto e scambio promossa da NEWLAT FOOD e nel conferimento in natura di azioni CLI al servizio del deliberando aumento di capitale di NEWLAT FOOD.



6. CONCLUSIONI

Alla luce degli elementi sopra riportati e delle analisi svolte, in base ai metodē di valutazione ai quali si è ispirato nell'espletamento del presente incarico, tenuto conto dell'oggetto e delle finalità della presente relazione di stima, nonché dei limiti dell'incarico ricevuto,

dando atto che il Consiglio di Amministrazione della società conferitaria Newlat Food S.p.a., riunitosi in data 25 maggio 2020, ha approvato la proposta di aumento di capitale sociale di Newlat Food S.p.a. con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, al cui servizio viene effettuato il conferimento in natura delle azioni ordinarie di Centrale del Latte d'Italia S.p.a.,

il sottoscritto Giacinto Sarubbi, quale Esperto estimatore,

attesta,

ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, che il valore di ciascuna azione ordinaria della società Centrale del Latte d'Italia S.p.a., oggetto di conferimento in natura, è almeno pari a quello ad essa attribuito ai fini del conferimento, che verrà eseguito nell'ambito dell'Offerta pubblica di acquisto e scambio obbligatoria, e ai fini della determinazione dell'aumento del capitale sociale ed eventuale sovrapprezzo di Newlat Food S.p.a., pari a Euro 2,72 (duevirgolasettantaduecentesimi) per ciascuna azione ordinaria di Centrale del Latte d'Italia S.p.a.

Milano, 29 maggio 2020

In Fede


(Dott. Giacinto Sarubbi)

¹⁷ Nel metodo del Discounted Cash Flow questo elemento è già catturato attraverso il *Beta levered* utilizzato per determinare il WACC.