

Pietro De Ceglie

Dottore Commercialista e Revisore dei Conti
Albo Dottori Commercialisti Sez. A di Milano n° 7317
Registro Nazionale dei Revisori Legali n° 155201
Studio in Milano
E-mail: pietro.deceglie@epyon.it
PEC: pietro.deceglie@pec.it

**Valutazione della partecipazione detenuta
da CashInvoice SpA in FlowPay S.r.l. al 31
dicembre 2024**

**Parere di congruità sulla manifestazione di
interesse presentata da** 

Sommario

1	INTRODUZIONE	3
1.1	Scopo del lavoro	3
1.2	La documentazione utilizzata	3
1.3	Svolgimento dell'incarico, limiti e assunzioni	4
2	IL CONTESTO IN CUI OPERA FLOWPAY	6
2.1	FlowPay S.r.l.	6
2.2	L'Operazione Prospettata	7
3	LINEE GUIDA DEL PROCESSO VALUTATIVO	9
3.1	Descrizione dei comuni approcci e metodi valutativi - Principi generali	9
3.2	I metodi di valutazione	9
3.2.1	Criteri patrimoniali	10
3.2.2	Criteri economico finanziari	10
3.2.3	I metodi basati su indicatori empirici (criteri di mercato)	10
3.2.4	Criteri misti	11
4	IL METODO DI VALUTAZIONE	12
4.1	La scelta del metodo di valutazione	12
4.2	Cenni generali sul metodo patrimoniale rettificato	13
5	LA VALUTAZIONE CON IL METODO PATRIMONIALE	15
5.1	Premessa	15
5.2	Analisi patrimoniale di FlowPay S.r.l.	15
5.3	Valutazione del <i>software</i>	17
5.3.1	La valutazione degli intangibili	17
5.3.2	Scelta del metodo per la valutazione del <i>software</i>	19
5.3.3	La determinazione del tasso di attualizzazione	20
5.3.4	<i>Relief-from-Royalty Method</i>	21
5.4	Patrimonio netto rettificato	22
6	CONGRUITÀ DELL'OFFERTA	24
7	CONCLUSIONI	26

1 INTRODUZIONE

1.1 Scopo del lavoro

Con lettera di disponibilità all'accettazione di incarico peritale il Dott. Pietro De Ceglie (d'ora in poi "**Scrivente**" o "**Perito**") ha accettato l'incarico di redigere, nella veste di esperto comune, una perizia di stima avente ad oggetto la partecipazione detenuta da CashInvoice S.p.A. in liquidazione (d'ora in poi "**CashInvoice**") nel capitale sociale di FlowPay S.r.l. (d'ora in poi "**FlowPay**" o "**la Società**") nonché di resa di parere di congruità sulla manifestazione di interesse presentata da [REDACTED] (d'ora in poi "[REDACTED]") per l'acquisizione della medesima partecipazione.

Il Perito ha trasmesso al Curatore Dott.ssa Tiziana Corsi, comunicazione formale circa accettazione dell'incarico in data 6 febbraio 2025.

In particolare, la società in liquidazione CashInvoice risulta titolare di una partecipazione minoritaria, di nominali Euro 24.737,52, rappresentativa dell'8,49% del capitale sociale di FlowPay. Alla data di apertura della liquidazione giudiziale, detta quota è risultata oggetto di pignoramento da parte del sig. Paolo Gambini (in seguito ad atto di precetto pubblicato in data 11/01/2024 per complessivi Euro 56.278,36, oltre interessi sino al soddisfo e spese occorrente, fondato su decreto ingiuntivo di pagamento provvisoriamente esecutivo n. 480/2024 emesso dal Tribunale di Milano e non opposto - RG 41938/2023) e di successiva procedura esecutiva mobiliare pendente sul Tribunale di Firenze (R.G.E. N. 1514/2024 - G.E. dott. Francesco Ponzetta), poi dichiarata improcedibile in seguito all'apertura della liquidazione giudiziale di CashInvoice.

Alla luce di quanto esposto, si è ritenuto opportuno procedere con la valutazione della partecipazione detenuta da CashInvoice nel capitale sociale di FlowPay, al fine di esprimere un parere sulla congruità del prezzo di acquisto indicato nella manifestazione di interesse non cauzionata presentata da [REDACTED] pari al *pro-quota* (sulla base della partecipazione detenuta) di Euro 2,0m al netto della posizione finanziaria netta di FlowPay alla data di esecuzione della compravendita (che non includerà, per espressa previsione, il finanziamento agevolato concesso da Invitalia e includerà il debito residuo previsto a carico di FlowPay derivante dall'accordo transattivo che ha sottoscritto con Tikema Srl e che alla data del 28 novembre 2024 era stimato pari ad Euro 70.000).

La data di riferimento della presente relazione di stima è il 31 dicembre 2024.

1.2 La documentazione utilizzata

In ordine all'esecuzione dell'incarico affidato, il Perito ha richiesto ed ottenuto di accedere alla documentazione relativa all'attività svolta dalla Società, nonché ai fatti societari degli ultimi esercizi e alla documentazione riferita alla Società oggetto di valutazione.

In particolare, sono stati ottenuti e analizzati i seguenti documenti:

- ▶ Fascicoli di bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2021, 2022, 2023 e 2024 di FlowPay S.r.l.;
- ▶ Bilanci di verifica al 31 dicembre 2021, 2022, 2023 e 2024 di FlowPay S.r.l.;
- ▶ Ultimo Business Plan approvato dal Consiglio d'Amministrazione di marzo 2025;

- ▶ Estrazione massiva delle schede contabili con indicazione della contropartita per gli esercizi 2022, 2023 e 2024;
- ▶ Copia dei verbali del Consiglio d'Amministrazione e dell'Assemblea dei soci dal 2022 alla data più recente disponibile;
- ▶ Visura camerale in corso di validità;
- ▶ Estratti conto al 31 dicembre 2024;
- ▶ Manifestazione di interesse di [REDACTED] datata 27 dicembre 2024;
- ▶ Relazione firmata dal socio ed amministratore, Federico Masi, sull'adeguatezza patrimoniale della Società;
- ▶ Offerta irrevocabile di acquisto presentata da [REDACTED] datata 16 luglio 2025;
- ▶ Stima PFN al 16 luglio 2025 operata da Flowpay.

Le fonti informative utilizzate per la valutazione sono state fornite da FlowPay S.r.l. e dai suoi consulenti (di seguito anche il "**Management**").

1.3 Svolgimento dell'incarico, limiti e assunzioni

Relativamente ai dati forniti, il Sottoscritto ha confidato sulla veridicità, accuratezza e completezza di dati e informazioni fornite dalla Società. In particolare:

- ▶ Tutte le informazioni qualitative e quantitative su cui questa valutazione si basa sono state fornite dal *Management*. Rimane ferma la responsabilità della Società per eventuali errori od omissioni concernenti tali documenti e qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in seguito ad una verifica successiva in conseguenza al loro impiego.
- ▶ Lo scrivente non ha svolto alcuna attività di verifica sui dati e le informazioni fornite, ad eccezione della verifica di coerenza dei dati forniti e l'attività di riconciliazione dei dati nei documenti, ove applicabile.
- ▶ Relativamente ai dati previsionali afferenti alla situazione economico-patrimoniale della società FlowPay S.r.l., si è assunto che gli stessi siano stati predisposti in modo obiettivo e sulla base di ipotesi che rispecchino le migliori previsioni a disposizione del *Management* in relazione alle condizioni economiche e i risultati finanziari della stessa.
- ▶ La valutazione non tiene in considerazione la possibilità di verificarsi di eventi straordinari e non ripetibili.
- ▶ Sebbene il parere espresso nella presente relazione sia accurato e completo dal punto di vista sostanziale, il contenuto del documento non può e non deve essere considerato una rappresentazione dei risultati futuri.
- ▶ Le considerazioni esposte nella presente Relazione devono essere interpretate in funzione delle normative di riferimento e delle finalità specifiche della Relazione. I risultati ai quali si perverrà non possono dunque essere assunti per finalità diverse da quelle del presente incarico.

Inoltre, il sottoscritto Esperto ritiene di dover precisare di non avere interessi o altre posizioni di conflitto in grado di inficiare la sua indipendenza o obiettività nello svolgimento del presente incarico.

Da ultimo, il compenso pattuito per la stesura del presente documento non è condizionato ad alcun risultato, lasciando libero l'Esperto Estimatore di esprimere liberamente il suo parere.

2 IL CONTESTO IN CUI OPERA FLOWPAY

2.1 FlowPay S.r.l.

FlowPay S.r.l. è una startup fintech costituita nel 2019 con l'obiettivo di sviluppare soluzioni *open banking* innovative per l'ottimizzazione e l'automazione degli incassi e dei pagamenti aziendali e la valorizzazione delle informazioni finanziarie. È stata autorizzata da Banca D'Italia come PISP e AISP (di cui all'art. 1 comma 2, lett. h-septies.1 nr. 3, 7 e 8) – licenza n° 36925 e fa parte della sua *Task Force Open Banking* per il Comitato pagamenti Italia. La sua tecnologia *open banking*, che vanta quasi il 100% di copertura bancaria in Italia, insieme alle licenze PISP, AISP e di esecuzione di pagamenti, consentono di implementare nuovi *use cases* di pagamento integrabili dai partner nei propri sistemi e piattaforme.

La Società si distingue per tre elementi principali: l'innovazione tecnologica, le autorizzazioni ottenute e il suo ruolo nel sistema dei pagamenti pubblici.

Sul fronte tecnologico, ha sviluppato soluzioni proprietarie che permettono di gestire in modo digitale e automatizzato l'*onboarding* dei clienti, i pagamenti tramite link e l'integrazione con partner esterni attraverso API moderne.

Dal punto di vista regolamentare, FlowPay è autorizzata da Banca d'Italia a operare nei principali servizi di *open banking*, come la consultazione dei conti e l'avvio di pagamenti.

Infine, è stato il primo operatore del suo genere a aderire direttamente alla rete PagoPA, permettendo ai clienti di effettuare pagamenti verso la pubblica amministrazione.

La società è in grado di operare grazie a un **software proprietario** e ai relativi moduli, costantemente aggiornati ogni anno tramite nuovi investimenti capitalizzati.

Nel corso degli anni, la compagine sociale di FlowPay si è progressivamente ampliata; tra gli investimenti più rilevanti, a Gennaio 2023 hanno fatto il loro ingresso Agos Ducato S.p.A. e Crédit Agricole Italia S.p.A. con valutazione della società pari ad Euro 8,5m, mentre a Giugno 2023 ha fatto il suo ingresso Harley&Dikkinson Consulting S.r.l. acquistando il 3% delle quote della Società dai soci Banco Digitale di Firenze S.r.l. e Federico Masi (rispettivamente 1,5% e 1,5%) per una valutazione della società per complessivi Euro 10,0m.

Il 27 dicembre 2023, l'assemblea dei soci ha deliberato un aumento di capitale sociale di Euro 100k con sovrapprezzo di massimo Euro 4,0m (valutazione della Società di circa Euro 10,0m). L'iniziale operazione di aumento di capitale era sostenuta da una valutazione di FlowPay pari a Euro 10,0m da parte del potenziale investitore Sitrade Italia S.p.A. (di seguito "**Sitrade**"), che aveva manifestato l'intenzione di sottoscrivere un aumento di capitale fino a Euro 2,0m. Tuttavia, gli eventi occorsi a CashInvoice, ossia il pignoramento delle quote in Flowpay in suo possesso e il successivo assoggettamento di CashInvoice a liquidazione giudiziale, hanno comportato l'interruzione delle trattative con il potenziale investitore. Tale evento ha avuto, infatti, un impatto significativo sulla percezione del rischio e ha indotto Sitrade a ritirarsi dall'investimento. In seguito, FlowPay è stata sostenuta dai soci esistenti, in particolare da Harely&Dikkinson (H&D), che hanno sottoscritto un aumento di capitale con una valutazione fortemente ridotta rispetto a quella iniziale e pari a circa Euro 2,4m.

La tabella di seguito riporta l'attuale compagine sociale:

Socio	Partecipazione al capitale sociale (€)	% partecipazione
Masi Federico	82.586	28,3%
Banco Digitale di Firenze S.r.L.	81.419	27,9%
Harley & Dickinson Consulting S.r.L.	29.138	10,0%
Cashinvoice (Gambini Paolo)	24.738	8,5%
Corniola S.r.L.	21.854	7,5%
Intermedia iniziative S.r.L.	21.854	7,5%
Agos - Ducato S.p.A.	12.245	4,2%
Credit Agricole Italia S.p.A.	8.162	2,8%
Corsini Daniele	4.989	1,7%
Giuntoli Federico	1.574	0,5%
Ranceschi Matteo	1.461	0,5%
Pini Andrea	1.461	0,5%
Tot. Capitale Sociale	291.480	100,0%

Fonte: Visura camerale

In quanto società *Fintech* attiva nel settore dei servizi di pagamento, FlowPay è soggetta alla normativa di settore e tenuta a ottenere le necessarie autorizzazioni da parte della Banca d'Italia per l'esercizio delle proprie attività. Nel corso del 2024, Banca d'Italia ha segnalato un'inadeguatezza del requisito patrimoniale, in particolare il patrimonio di vigilanza ha mostrato segnali di progressivo assottigliamento, portando le autorità competenti a richiedere approfondimenti. In tale contesto, anche alla luce delle già menzionate difficoltà incontrate dalla Società nell'ottenimento degli aumenti di capitale, è intervenuta [REDACTED], il cui riconoscimento del fatturato generato ha consentito a FlowPay di migliorare i parametri. Tuttavia, le successive verifiche hanno evidenziato criticità persistenti. A tal riguardo, è previsto un rafforzamento del patrimonio di vigilanza, da conseguire attraverso i risultati economico-patrimoniali attesi nel bilancio al 31 marzo 2025.

Come evidenziato nelle relazioni sulla gestione e nelle relazioni della società di revisione, la Società presenta significative incertezze nel mantenimento del presupposto di continuità, che è strettamente legato al buon esito dell'operazione di M&A con [REDACTED], tuttavia, come riportato nel bilancio d'esercizio 2024 *"gli amministratori ritengono che la solidità del progetto con [REDACTED] possa trovare una positiva conclusione e un riequilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria e, su tali basi, hanno predisposto il bilancio nel presupposto della continuità aziendale"*.

2.2 L'Operazione Prospettata

Il monitoraggio costante della situazione da parte dell'Organo Amministrativo ha portato all'avvio di interlocuzioni con potenziali partner industriali, tra cui [REDACTED]. Tali interlocuzioni hanno condotto, nelle prime settimane del 2025, alla sottoscrizione di un accordo vincolante per l'acquisizione del controllo di FlowPay S.r.l., con una partecipazione iniziale pari a circa l'85% del capitale sociale, destinata a salire fino al 93% a seguito del perfezionamento dell'acquisto delle quote detenute dalla curatela fallimentare di CashInvoice S.p.A.

L'operazione straordinaria si inserisce in una strategia di integrazione che punta a valorizzare le competenze tecniche e professionali maturate da FlowPay, in particolare nell'ambito dell'*open banking*, rispondendo al contempo all'esigenza di [REDACTED] di ampliare e rafforzare la propria offerta

di servizi al mercato. Il duplice obiettivo è lo sviluppo di soluzioni tecnologiche innovative al servizio del circuito e la realizzazione di nuovi servizi di pagamento.

La positiva conclusione dell'operazione con [REDACTED], quindi, e la correlata ricapitalizzazione risultano le condizioni necessarie per il ripristino dell'equilibrio patrimoniale della Società ai fini di vigilanza e l'ottenimento delle risorse finanziarie necessarie per dare impulso allo sviluppo del *business* di Flowpay conseguendo almeno gli obiettivi di piano nella loro tempistica e ammontare e quindi, in ultima analisi, per il rispetto del presupposto della continuità aziendale.

L'accordo prevede come termine per il *closing* dell'operazione il 30 giugno 2025 e subordina il perfezionamento, tra le altre condizioni sospensive, alla conferma del mancato esercizio della c.d. 'Golden Power' e **all'ottenimento delle necessarie autorizzazioni da parte dell'Autorità di vigilanza**. Tuttavia, tale scadenza non sarà rispettata e l'interlocuzione tra le parti è tuttora in corso. Tale evento rappresenta allo stato una incertezza che può fare sorgere dubbi sulla capacità della Società di continuare ad operare come una entità in funzionamento.

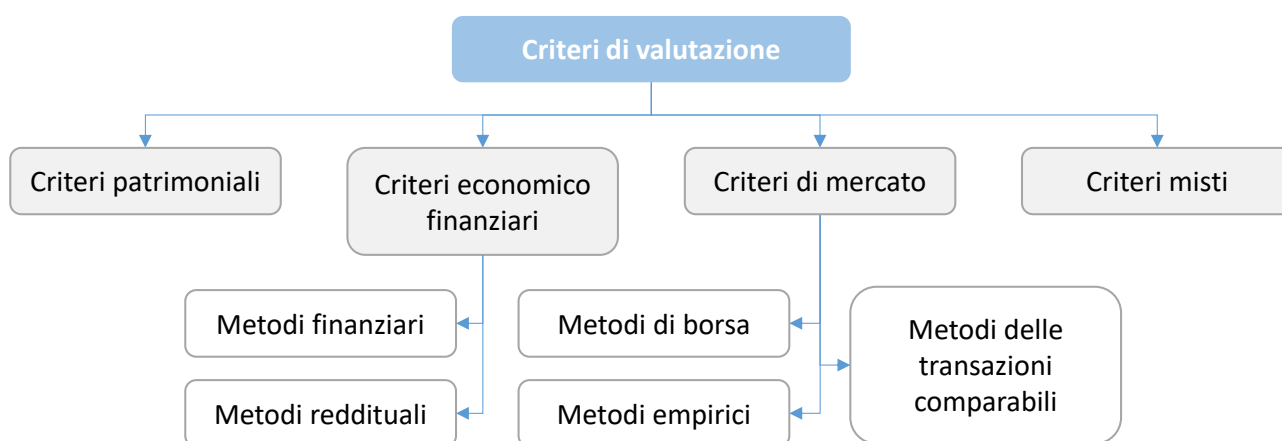
3 LINEE GUIDA DEL PROCESSO VALUTATIVO

3.1 Descrizione dei comuni approcci e metodi valutativi - Principi generali

È risaputo e comunemente accolto l'orientamento secondo il quale non esiste per ogni bene aziendale una valutazione assoluta. È la circostanza o, meglio, il soggetto che la interpreta, che attribuisce al bene un determinato valore. Correttamente quindi, si afferma che la valutazione di un bene si basa sul fondamentale principio della dipendenza del valore dal motivo e dall'oggetto di valutazione. L'individuazione del motivo che presiede alla valutazione si rende indispensabile poiché costituisce il punto di osservazione da cui non si può prescindere, al fine di pervenire ad una quantificazione che sia confacente alle ragioni che l'hanno ispirata. L'oggetto è altresì fondamentale, poiché lo stesso può essere rappresentabile sulla base delle aspettative economiche o finanziarie o ancora sulla base dei semplici elementi patrimoniali.

Ci si deve quindi rifare all'insieme dei concetti e dei principi elaborati dalla teoria economico-aziendale per la determinazione del capitale economico quale valore attribuibile al patrimonio aziendale in ipotesi di scambio, senza considerare le posizioni particolari dei potenziali venditori e compratori. Difatti, pur se l'apprezzamento soggettivo è fondamentale per definire i valori aziendali, la dottrina economico aziendale ha sviluppato alcune tecniche che, avvalendosi di formule matematiche, definiscono quella parte del valore aziendale che può più strettamente ancorarsi ad alcuni elementi oggettivi. In tale quadro, la separazione tra i metodi patrimoniali e reddituali tende a confinarsi su un piano teorico, poiché la valutazione dipende da una complessa analisi fondata sulla interconnessione di tutte le variabili caratterizzanti l'impresa e sul peso che ciascuna di esse assume nella determinazione del prezzo.

Nella pratica esiste una grande molteplicità di procedimenti di stima che conducono, seppur in modo diverso, al valore di un'azienda. Il grafico di seguito ne riassume le differenti tipologie:



3.2 I metodi di valutazione

Di seguito sono indicati i principali criteri di valutazione utilizzati.

3.2.1 Criteri patrimoniali

Le stime di tipo patrimoniale mirano ad accertare la consistenza effettiva del capitale netto aziendale, sostituendo ai dati contabili i valori correnti delle singole attività e passività. Secondo ormai affermate impostazioni, le componenti di valorizzazione del patrimonio includono anche i fattori immateriali che ne caratterizzano l'attività (ad esempio: i marchi ed i brevetti per le aziende industriali, l'autorizzazione di vendita per le aziende commerciali, il portafoglio premi per le compagnie assicurative, la raccolta diretta ed indiretta per le banche, e così via). Le valutazioni di tipo patrimoniale presuppongono implicitamente che l'azienda sia un'entità scindibile, sicché pur adottando valori di funzionamento e non di liquidazione per stralcio, la stima del complesso aziendale può essere fatta pari alla somma delle stime relative ai singoli elementi, ciascuno considerato come se fosse liberamente disponibile. In taluni casi tale approccio, attraverso la valorizzazione delle componenti immateriali, può indirettamente consentire di cogliere anche il riferimento alla capacità dell'azienda di generare reddito: questa capacità, infatti, derivando principalmente dai rapporti esistenti fra gli elementi costitutivi del patrimonio aziendale (inteso nella sua natura di complesso organico creato per il conseguimento di particolari finalità economiche) può non trovare manifestazione esplicita nelle poste contabili dell'azienda, e tuttavia deve costituire sempre una componente fondamentale del giudizio valutativo. Tutto ciò conduce alla convinzione che le risorse immateriali (commerciali, organizzative, umane e tecnologiche) siano una componente di rilievo nel determinare i punti di forza e con ciò il successo di un'azienda. Il pregio del metodo trova il suo fondamento nell'obiettività poiché include solo valori attuali e concreti senza considerare le circostanze future (ritorno dell'investimento).

3.2.2 Criteri economico finanziari

La necessità di salvaguardare il riferimento alla capacità di generare reddito spiega la diffusa applicazione di metodologie di tipo reddituale e di tipo finanziario, che privilegiano la capacità reddituale dell'azienda, rispettivamente determinata sulla base dei risultati gestionali/contabili o dei flussi monetari disponibili per l'investitore. In entrambi i casi, la valorizzazione del patrimonio di un'azienda è correlata ai proventi che esso può generare, nelle condizioni di impiego che di fatto lo caratterizzano. Le metodologie di tipo finanziario, sebbene ampiamente diffuse, presentano alcune difficoltà, che risiedono nella razionale determinazione dei flussi di cassa che nel tempo si renderanno disponibili per i soci dell'impresa. In altri termini, l'attendibilità del modello presuppone un'accurata stima non solo dei risultati economici, ma anche delle politiche d'investimento, finanziamento e remunerazione dei soci, per poter pervenire alla fine di ogni periodo alla ricchezza che la gestione avrà originato.

3.2.3 I metodi basati su indicatori empirici (criteri di mercato)

Nella prassi professionale trovano attualmente larga applicazione anche i metodi di mercato, che giungono in modo sintetico alla determinazione del valore aziendale, non in base a formule matematiche di fondata o meno razionalità, ma utilizzando le osservazioni del mercato mediante

l'ausilio di semplici relazioni matematiche che congiungono i fattori alle variabili aziendali. I criteri di mercato sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie:

- ▶ Metodo delle quotazioni di Borsa: riconosce all'azienda un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici. Il dato è sicuramente aleatorio, poiché le caratteristiche di un'impresa non coincidono mai perfettamente con quelle di un'altra;
- ▶ Metodo dei multipli di mercato: consiste nel ricavare parametri o moltiplicatori impliciti, derivanti dal rapporto tra capitalizzazione di mercato, ovvero, a seconda dei casi, "*enterprise value*" (definito come somma della capitalizzazione di mercato e della posizione finanziaria netta) e specifiche grandezze economico-finanziarie od operative, storiche e prospettiche, di un campione di società comparabili al fine di applicare tali moltiplicatori alle grandezze economico-finanziarie delle società o delle aree di attività oggetto di valutazione;
- ▶ Metodo delle transazioni simili: questo metodo consiste nell'utilizzare come valore un prezzo pagato in una transazione simile e recente tra società correlate. Questo metodo è semplice nel suo calcolo, riflette dati oggettivi di mercato e non richiede di determinare utili o flussi di cassa futuri. È generalmente considerato il miglior strumento di valutazione in caso di transazioni perché l'operazione precedente ha convalidato la valutazione. D'altro lato, i metodi utilizzati in operazioni precedenti includono ipotesi di sinergie che non sono di dominio pubblico e sono spesso tipiche della specifica operazione.

Nella maggior parte dei casi questi metodi sono utilizzati a supporto dei risultati ottenuti con i metodi matematico-analitici principali, fornendo così alcune informazioni di riferimento e di verifica alla valutazione dell'azienda.

3.2.4 Criteri misti

I metodi misti rappresentano una soluzione soddisfacente per contemperare le esigenze di obiettività e verificabilità dei metodi patrimoniali e quelle di razionalità proprie dei metodi reddituali. La versione più diffusa del criterio "misto" prevede la "stima autonoma del *goodwill/badwill*", con la determinazione del valore dell'azienda come sommatoria di due componenti:

- ▶ il capitale netto rettificato, il quale prevede la ri-espressione a valori correnti della attività e delle passività iscritte a bilancio e, ricorrendone le condizioni, la valorizzazione degli *intangibles*;
- ▶ il *goodwill/badwill*, inteso come reddito differenziale atteso su n anni, attualizzato. Il reddito differenziale corrisponde ai risultati medio normali attesi ridotti del costo del capitale sul capitale investito.

L'approccio misto viene generalmente applicato attraverso l'utilizzo del metodo misto (o metodo UEC, *Union of European Accounting Experts*), secondo cui la valutazione avviene identificando attività materiali, immateriali, finanziarie e di altra natura di una società, al netto delle passività. Il Patrimonio Netto così individuato viene rettificato per tenere conto degli utili/perdite differenziali della società rispetto al rendimento normalmente atteso di aziende simili.

4 IL METODO DI VALUTAZIONE

4.1 La scelta del metodo di valutazione

Le descrizioni riportate nei paragrafi precedenti fungono da linee guida per le seguenti considerazioni, che permettono di identificare il metodo considerato più adeguato a procedere con la valutazione della partecipazione.

Il Perito ritiene il **metodo patrimoniale**, anche considerato lo stato di vita della Società oggetto di analisi, il metodo adeguato. Infatti, il valore economico della Società non può essere che l'espressione dei valori dei progetti esistenti alla data di riferimento della valutazione e che tra le metodiche descritte può essere considerata quella che, nel caso di specie, consente con maggior certezza di pervenire ad una valutazione di carattere "prudenziare".

Come anticipato nei paragrafi precedenti, la continuità aziendale rimane il presupposto fondamentale per poter effettuare la valutazione con il metodo patrimoniale e **non in una prospettiva liquidatoria**. A tal proposito, come riportato nell'ultimo bilancio approvato, il presupposto della continuità aziendale è condizionato alla positiva conclusione dell'operazione con [REDACTED] e la correlata ricapitalizzazione e all'ottenimento delle autorizzazioni all'operazione da parte di Banca d'Italia. Queste condizioni rappresentano un elemento di incertezza che può far sorgere dubbi significativi in merito alla capacità della Società di continuare ad operare. Tuttavia, in merito, nella Nota Integrativa del bilancio d'esercizio 2024 è riportato che *"gli amministratori ritengono che la solidità del progetto con [REDACTED] possa trovare una positiva conclusione e un riequilibrio della situazione patrimoniale e finanziaria e, su tali basi, hanno predisposto il bilancio nel presupposto della continuità aziendale"*.

Si precisa che il Perito, nell'ambito dell'analisi dello stato patrimoniale della Società, con particolare riferimento alle attività, ha rilevato come il valore contabile del **Software** e dei relativi moduli – iscritti tra le immobilizzazioni immateriali – potesse risultare inferiore rispetto al loro valore corrente. Per tale motivo, come sarà meglio illustrato nei paragrafi successivi, al fine di tener conto di tale differenza in sede valutativa, è stato adottato il metodo del **patrimonio netto rettificato**.

Con riferimento alle restanti poste dell'attivo e del passivo, non sono state effettuate ulteriori rettifiche, oltre a quanto già evidenziato in relazione al **Software**, in quanto: (i) non sono emersi altri asset il cui valore corrente risultasse superiore a quello iscritto in bilancio; e (ii) si è ritenuto – sulla base del fatto che il bilancio oggetto di analisi è stato sottoposto a revisione contabile senza rilievi significativi – che non vi fossero attività da rettificare in diminuzione né passività non correttamente rappresentate. Conseguentemente, per le restanti poste di bilancio diverse dal **Software**, il valore corrente è stato assunto coincidente con quello contabile.

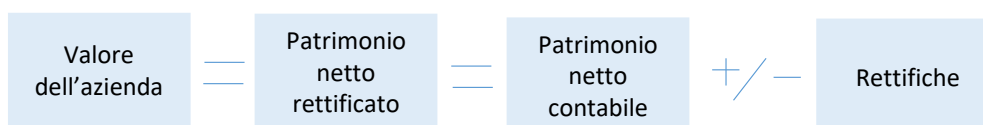
Al fine di valutare il **Software** (e i suoi vari moduli), dopo aver attentamente analizzato i punti di forza e di debolezza dei diversi metodi disponibili, meglio illustrati nei paragrafi successivi, si è deciso di adottare un approccio di mercato noto come **"relief-from-royalty method"**. Tale metodo è stato ritenuto il più adeguato, ai fini della valutazione di tale asset, in quanto, concettualmente, il valore dell'asset si basa sui flussi di cassa che il proprietario del bene immateriale può ricevere concedendo in licenza d'uso il bene immateriale a terze parti. Pertanto, tale metodo potrebbe essere ritenuto valido anche nell'ipotesi in cui la Società non dovesse ottenere le necessarie autorizzazioni da parte di Banca

d'Italia per operare nei prossimi anni, ma avesse la possibilità di cedere in licenza d'uso il *software* ad un soggetto terzo autorizzato.

4.2 Cenni generali sul metodo patrimoniale rettificato

Il metodo patrimoniale esprime il valore dell'azienda in funzione del valore del suo patrimonio, quantificandolo come valore di ricostituzione del patrimonio nella prospettiva di funzionamento aziendale. Il valore coincide con l'investimento netto che sarebbe astrattamente necessario per avviare una nuova impresa con una struttura patrimoniale identica a quella oggetto di valutazione.

La struttura logica del metodo prevede quindi che:



In sintesi, il metodo patrimoniale semplice quantifica il valore economico del capitale dell'azienda rettificando opportunamente il valore del patrimonio netto. In formule:

$$V = K$$

Dove:

- ▶ **V** = Valore della società;
- ▶ **K** = Patrimonio Netto rettificato.

Per ottenere il valore del Patrimonio Netto Rettificato, occorre sommare al patrimonio netto contabile le rettifiche aventi la finalità, da un lato, di esprimere le poste attive e passive secondo corretti principi contabili e, dall'altro, di tradurre le attività in termini di valori correnti con riferimento al momento della valutazione.

Le differenze riscontrate passando dai valori storici a quelli correnti possono dover essere rettificate degli oneri fiscali impliciti, ove si ritenga che tali oneri si rendano dovuti in caso di effettiva dismissione degli elementi del patrimonio.

Un ulteriore ordine di rettifiche a cui viene assoggettato il capitale netto di bilancio consiste nell'attualizzazione del valore dei debiti e crediti che generano interessi attivi o passivi non in linea con i tassi di mercato.

I criteri da prendere a riferimento nell'esecuzione delle analisi e delle eventuali rettifiche possono essere riassunti come segue:

- ▶ Per gli elementi che compongono l'attivo patrimoniale e che sono destinati allo scambio o risultanti da precedenti scambi, il criterio preso a riferimento è quello del Valore di presumibile realizzo;
- ▶ Per le immobilizzazioni strumentali, il criterio preso a riferimento è quello del Valore di sostituzione;

- ▶ Per le immobilizzazioni immateriali, il criterio preso a riferimento è quello del Valore recuperabile dell'asset, mediante la redazione di un business plan che stimi i flussi di cassa che tale asset immateriale genererà;
- ▶ Per gli elementi che compongono il passivo patrimoniale viene invece utilizzato il criterio del Valore di presunta estinzione.

5 LA VALUTAZIONE CON IL METODO PATRIMONIALE

5.1 Premessa

Secondo quanto previsto dalla dottrina prevalente, il processo di valutazione ha posto l'attenzione sull'individuazione degli elementi che compongono il complesso aziendale, al fine di verificare che la valorizzazione esposta in bilancio fosse coerente con le finalità della valutazione.

In questa sede si ricorda che la Data di Riferimento della presente Relazione è il 31 dicembre 2024 e, pertanto, il lavoro è stato svolto sul patrimonio netto di FlowPay a tale data.

Nei paragrafi successivi vengono riportati:

- ▶ Analisi patrimoniale di FlowPay S.r.l.
- ▶ Valutazione del *software*
- ▶ Patrimonio netto rettificato

5.2 Analisi patrimoniale di FlowPay S.r.l.

Il bilancio risulta conforme a quanto previsto dall'articolo 2423 del Codice civile ed ai principi contabili nazionali pubblicati dall'Organismo Italiano di Contabilità ("OIC"). La valutazione delle voci di bilancio è avvenuta nel rispetto del principio della prudenza, della rilevanza e nella prospettiva di continuazione dell'attività. I contenuti dello stato patrimoniale e del conto economico sono quelli previsti dagli articoli 2424 e 2425 del Codice civile.

Nella tabella che segue viene riepilogata la situazione patrimoniale al 31 dicembre 2023 e al 31 dicembre 2024 di FlowPay S.r.l.

Valuta €/000	REF	Dic23A	Dic24A
Imm. Immateriali	A	1.154	1.767
Imm. Materiali		30	22
Imm. Finanziarie		20	18
Immobilizzazioni		1.204	1.807
Crediti commerciali		238	231
Debiti commerciali		(280)	(284)
Capitale circolante operativo		(42)	(53)
Altre attività	B	297	236
Altre passività	C	(183)	(484)
Capitale circolante netto		73	(301)
Fondo per rischi e oneri		(143)	-
TFR		(34)	(50)
Capitale investito netto		1.099	1.456
<i>Disponibilità liquide</i>		(146)	(256)
<i>Att. Fin. che non costituiscono immobilizzazioni</i>	D	(2)	(101)
<i>Altri debiti finanziari</i>	E	627	772
<i>Debiti verso banche</i>		155	310
Posizione finanziaria netta		635	724
Patrimonio netto		464	732
Fonti di finanziamento		1.099	1.456

Fonte: Bilanci di verifica

Di seguito viene fornita una breve descrizione delle principali voci di Stato patrimoniale.

A – Immobilizzazioni immateriali

Includono principalmente:

- ▶ **Euro 1.675k a Dic24 di costi capitalizzati per lo sviluppo del software e dei prodotti ad esso collegati.** Rispetto a Dic23 (Euro 1.071k), la variazione deriva da incrementi della quota parte di spese capitalizzate nel corso dell'esercizio 2024, che hanno accresciuto i prodotti già esistenti e in parte sviluppato nuove progettualità. Il software in oggetto, in quanto bene immateriale il cui valore contabile corrisponde ai costi sostenuti per il suo sviluppo, potrebbe presentare un valore corrente differente rispetto a quello iscritto in bilancio. Nei paragrafi seguenti verrà pertanto effettuata una valutazione finalizzata alla determinazione del **valore corrente** del bene, con l'obiettivo di rettificare il patrimonio netto per tenere conto dell'eventuale differenza rispetto al valore contabile.
- ▶ Euro 48k a Dic24 di costi di impianto e ampliamento facenti principalmente riferimento a costi legali e notarili aventi natura pluriennale.

B – Altre attività

- ▶ Crediti tributari: pari a Euro 110k a Dic24, si riferiscono principalmente a crediti da Superbonus (Euro 64k a Dic24) e crediti Ricerca&Sviluppo (Euro 44k a Dic24).
- ▶ Crediti verso altri: pari a Euro 90k a Dic24, si riferiscono principalmente a un premio assegnato nel FY23 a seguito della partecipazione al bando Maditech e sono utilizzati progressivamente in compensazione dei versamenti a debito tramite modello F24.
- ▶ Ratei e risconti attivi: pari a Euro 36k a Dic24. Le voci più rilevanti sono riconducibili a: (i) la quota parte del costo sostenuto per un autoveicolo preso con la formula del noleggio a lungo termine e (ii) la spesa di rendicontazione per il finanziamento *Smart&Start* di Invitalia.

C - Altre passività

- ▶ Debiti tributari: pari a Euro 83k a Dic24, composti prevalentemente da debito IVA (Euro 55k) e ritenute su lavoro autonomo e dipendente (Euro 19k).
- ▶ Debiti verso altri: pari a Euro 254k a Dic24, principalmente riferiti a: (i) debiti verso dipendenti per Euro 104k (di cui Euro 74k di ratei ferie e permessi), (ii) debiti verso Tikema per Euro 58k a seguito di accordo transattivo, (iii) debito per l'acquisto di crediti fiscali per Euro 65k, (iv) debiti verso amministratori per Euro 17k.
- ▶ Debiti verso istituti di previdenza e assistenza: pari a Euro 30k a Dic24, accolgono prevalentemente Euro 23k di debiti per INPS correnti ed Euro 6k di debiti verso fondi complementari.
- ▶ Ratei e risconti passivi: sono pari ad Euro 117k a Dic24, riconducibili perlopiù a risconti di contributi e crediti d'imposta.

D – Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni

È qui contabilizzato il saldo al 31 dicembre 2024 dei conti tecnici su cui transita il denaro di terzi nell'ambito dell'erogazione dei servizi di pagamento.

E – Altri debiti finanziari

Includono principalmente:

- ▶ Euro 625k di debito verso Invitalia nell'ambito del progetto “*Smart&Start*” a cui la Società è stata ammessa a Nov21. Trattasi di un finanziamento agevolato, senza interessi, nella forma di sovvenzione rimborsabile.
- ▶ Euro 147k di debiti relativi ai conti tecnici su cui transita il denaro di terzi nell'ambito dell'erogazione dei servizi di pagamento

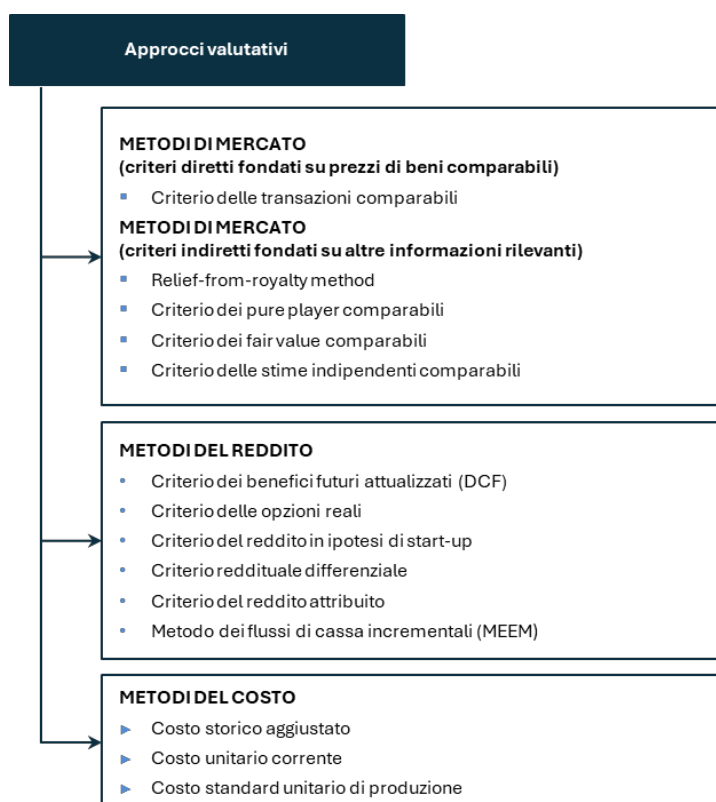
5.3 Valutazione del software

Nei sottoparagrafi successivi vengono riportati:

- ▶ Un riepilogo dei principali metodi di valutazione utilizzabili per la valorizzazione degli *intangibili*
- ▶ La scelta del metodo per la valutazione del *Software*
- ▶ La determinazione del Tasso di attualizzazione
- ▶ L'applicazione del metodo di valutazione scelto

5.3.1 La valutazione degli intangibili

Come anticipato nei paragrafi precedenti, il *Software* e i moduli ad esso collegato rappresentano l'asset principale detenuto da FlowPay, nonché quello individuato il cui valore contabile non corrisponde a quello corrente. Per quanto concerne la valutazione delle attività immateriali (intangibili), i criteri adottabili si riconducono, in linea generale, a tre approcci metodologici: metodo di mercato, metodo reddituale e metodo dei costi, come sintetizzato nella tabella che segue.



Secondo l'IVS 210, la stima del valore di un bene immateriale può essere effettuata seguendo tre differenti approcci: i) metodo di mercato; ii) metodo del reddito; iii) metodo del costo.

Metodo di mercato

L'approccio di mercato fornisce un'indicazione di valore comparando il bene immateriale oggetto di stima con i beni che presentano caratteristiche simili e per i quali sono disponibili informazioni sul prezzo registrato in transazioni precedenti. La stima del valore del bene immateriale può essere effettuata secondo l'approccio di mercato se entrambe le seguenti condizioni sono soddisfatte:

1. sono disponibili informazioni per transazioni relative a beni immateriali comparabili;
2. sono disponibili informazioni per correggere eventuali differenze esistenti tra il bene immateriale oggetto di stima e quelli che sono stati interessati dalle recenti transazioni.

I metodi di mercato si dividono in *diretti* ed *indiretti*: i primi fanno uso dei prezzi formati in transazioni recenti sul mercato, aventi per oggetto beni comparabili, mentre i secondi fanno uso di ogni altra informazione rilevante di mercato.

Tra i metodi di mercato indiretti più comunemente impiegato nell'ambito dell'approccio di mercato è il "*relief-from-royalty method*".

Secondo il *relief-from-royalty method*, il valore di un bene immateriale può essere stimato in funzione delle *royalties* che "astrattamente" possono essere percepite in forza della proprietà del bene, tenendo conto di analoghe transazioni avvenute tra terze parti indipendenti. Concettualmente, il *relief-from-royalty method* può essere "visto" come un metodo DCF applicato ai flussi di cassa che il proprietario del bene immateriale può ricevere concedendo in licenza d'uso il bene immateriale a terze parti.

L'applicazione del *relief-from-royalty method* è articolata in più fasi.

In primo luogo, occorre individuare i ricavi derivanti dall'utilizzo del bene immateriale oggetto di valutazione. È fatto riferimento a questa "metrica" dal momento che le *royalties* sono calcolate sulla base di una percentuale dei ricavi. La proiezione dei ricavi deve tenere conto della vita utile del bene immateriale.

In secondo luogo, occorre determinare il *royalty rate*. Nel caso in cui il bene immateriale fosse dato in licenza a terzi, il *royalty rate* potrebbe essere dedotto dal contratto di licenza a terzi. In caso contrario, è possibile sviluppare il criterio denominato "*market royalty rates*". Detto metodo è basato sui "*market royalty rates*" riferibili a transazioni simili (o a qualche titolo comparabili). L'applicazione di questo criterio presuppone l'esistenza di *intangible assets* comparabili che siano oggetto di un contratto di licenza e per i quali siano disponibili i *royalty rates*. L'aspetto più delicato consiste nell'individuare *assets* comparabili dal momento che una *intellectual property* è tutelata proprio per garantire la sua unicità. La comparazione deve, dunque, essere effettuata nella prospettiva di identificare beni immateriali che presentino una funzionalità analoga e che siano utilizzati nello stesso ambito.

In terzo luogo, occorre applicare il tasso di *royalty* ai ricavi, derivanti dallo sfruttamento del bene immateriale, al netto degli eventuali costi "di mantenimento" che contrattualmente potrebbero essere imputati al proprietario e al netto delle imposte.

Infine, occorre attualizzare i flussi di *royalty* netti di imposte attesi sulla base del costo medio del capitale investito (WACC).

Metodo del reddito

L'approccio del reddito invece misura il *fair value* sulla base del valore attuale dei benefici economici futuri che l'attività è in grado di generare lungo la sua vita utile residua.

Questo approccio rappresenta il criterio principale per la valutazione di asset intangibili primari in grado di trasferire un vantaggio competitivo al soggetto che li possiede. In effetti se il *fair value* di un'attività priva di mercato attivo è funzione dei benefici futuri che essa è in grado di generare lungo la sua vita residua, il miglior modo per stimare il *fair value* non può che passare per la quantificazione dei benefici futuri attesi. Costituisce anche un valido metodo di controllo del criterio del costo.

L'approccio reddituale si snoda in tre step principali:

1. La stima dei benefici economici futuri;
2. La scelta del criterio di valutazione reddituale più appropriato;
3. La selezione del tasso di sconto.

Metodo del costo

Secondo l'approccio del costo ("*the cost approach*"), il valore di un bene immateriale deve essere determinato sulla base del costo di riproduzione di un bene immateriale simile (o che fornisce un servizio comparabile). Tale approccio può essere utilizzato soltanto nelle situazioni in cui il costo di riproduzione del bene immateriale (o il costo di rimpiazzo del bene) può essere stimato con adeguata approssimazione. Ne consegue che questo approccio è difficilmente utilizzabile per la stima dei beni immateriali in quanto il valore di questi ultimi è raramente correlato ai costi sostenuti per la loro realizzazione, sempre ammesso che siano identificabili. L'approccio del costo non è, pertanto, utilizzabile quando il bene immateriale è unico nel suo genere oppure la sua "creazione" è oramai datata nel tempo.

5.3.2 Scelta del metodo per la valutazione del software

Dopo aver ponderato punti di forza e debolezza dei vari metodi, si è scelto di adottare il metodo di mercato noto come *Relief-From-Royalty* (RFR) per l'analisi del *Software* (ed i suoi diversi moduli). Tale scelta è stata guidata dal fatto che la metodologia in esame permette di tenere conto nell'analisi di transazioni comparabili realmente verificatesi sul mercato e giunge alla determinazione di un "prezzo probabile" ottenibile dalla cessione del *Software* alla data di analisi.

Inoltre, tale metodo permette di intercettare le qualità specifiche connesse al *Software* e al suo utilizzo da parte dell'impresa quali, ad esempio la presenza di eventuali barriere all'ingresso, le quote di mercato o il livello di riproducibilità del software. Questa impostazione permette di addivenire ad un

valore sufficientemente corretto, evitando il calcolo puntuale ma "indiretto" dei sovraredditi derivanti dall'asset.

5.3.3 La determinazione del tasso di attualizzazione

Si riporta di seguito il WACC adottato ai fini della valutazione:

Descrizione	Note	31/12/2024
Risk-free rate	A	3,5%
Market Risk Premium	B	5,5%
B unlevered	C	1,05
Italian tax rate	D	24,0%
B levered		1,25
Size premium	E	4,5%
Cost of Equity (Ke)		14,8%
Corporate Tax Rate		24,0%
Cost of Debt	F	4,4%
Cost of Debt (Post tax)		3,3%
Debt/Equity ratio	G	39,5%
Debt/(Debt+Equity)		28,3%
Equity/(Debt+Equity)		71,7%
WACC		11,6%

Fonte: Analisi perito

Di seguito si riportano le principali considerazioni circa i parametri adottati per il calcolo:

- A. Il tasso *risk free* corrisponde al tasso dei titoli del tesoro italiano (BTP) a 10 anni (fonte: *Capital IQ*) al 31 dicembre 2024;
- B. Per l'imputazione del *Market Risk Premium* si è fatto riferimento al rendimento raccomandato da *Kroll* per l'Eurozona al 31 dicembre 2024;
- C. Il *Beta Unlevered* è stato determinato come mediana dei Beta Unlevered della società operative in *business* individuati come comparabili (fonte: *Capital IQ*);
- D. L'imposizione fiscale è pari all'aliquota IRES vigente in Italia alla data della Relazione (24%);
- E. Rappresenta il premio addizionale che le società di minori dimensioni devono scontare per attrarre investitori e viene preso in considerazione in quanto diversi studi hanno dimostrato che al ridursi delle dimensioni aziendali il rischio associato alla società aumenta. Il dato rappresenta la media del *Size Premium* (fonte: *Studio Kroll*) per le società con capitalizzazione compresa tra \$1,1m e \$304,5m, *range* che rappresenta il decimo decile nel *range* di osservazione dello Studio;
- F. Per il costo del debito si è fatto riferimento al tasso d'interesse bancario medio per i finanziamenti alle società non finanziarie nel mese di dicembre (Fonte: *Modello ABI*);
- G. Il rapporto D/E è stato determinato come mediana dei rapporti d'indebitamento delle società comparabili (fonte: *Capital IQ*).

5.3.4 Relief-from-Royalty Method

Sono state usate le seguenti ipotesi nell'applicazione del RFR:

- ▶ I ricavi futuri generati dal Software per il periodo FY25–FY27 sono quelli stimati dalla Società nel *Business Plan* approvato dal Consiglio di Amministrazione nel marzo 2025. Per gli esercizi successivi, fino al termine della vita utile del bene, tali ricavi sono stati proiettati applicando un tasso di crescita annuo pari al 2%, coerente con un'ipotesi inflattiva. In merito al *Business Plan* utilizzato per la proiezione, si segnala che il *Management* ha reso disponibile anche una versione più recente, datata maggio 2025, nella quale i ricavi previsti per il triennio FY25–FY27 risultano complessivamente pari a Euro 9,1m, inferiori di circa Euro 1,6m rispetto a quelli contenuti nel Piano approvato (pari a Euro 10,7m). È stato comunque ritenuto opportuno adottare, ai fini della presente Relazione, il Piano approvato dal Consiglio di Amministrazione, in considerazione della maggiore ufficialità del documento approvato dal Consiglio e del fatto che l'eventuale utilizzo del Piano aggiornato non avrebbe comportato variazioni significative nei risultati della valutazione.
- ▶ La vita utile del *Software* è stata stimata in 7 anni, in linea con la media riscontrata per contratti di licenza relativi a *software* comparabili, sulla base dei dati disponibili nelle banche dati *Markables*.
- ▶ Il tasso di *royalty* applicato nella valutazione è pari all'11,9%, calcolato come media dei *royalty rate* impliciti rilevati, sempre tramite *Markables*, con riferimento a transazioni di concessione in licenza di *software* analoghi. Di seguito si riporta l'elenco delle società proprietarie i cui dati sono stati utilizzati per la determinazione sia della vita utile che del tasso di *royalty*.

Società proprietaria	Anno	Country	Vita utile	Min	Max	Avg
Finxera Holdings, Inc	2021	US	10	8,4%	10,2%	9,3%
Conferma Ltd	2022	US	7	13,0%	15,0%	14,0%
Geezeo	2019	US	15	5,7%	7,3%	6,5%
Trampolin Pagamentos S.A.	2021	Brasile	5	16,4%	19,0%	17,7%
PayPal, Inc.	2002	US	3	3,6%	4,1%	3,9%
CardConnect Corp.	2017	US	5	6,4%	7,6%	7,0%
CPS Payment Services, LLC	2020	US	3	23,5%	26,0%	24,8%
Media			7	11,0%	12,7%	11,9%

- ▶ Il valore attribuibile al *Software* è stato calcolato attualizzando i flussi di cassa determinati sulla base delle assunzioni sopra riportate con un tasso di attualizzazione del 11,6%, pari al WACC (per la modalità di determinazione di tale tasso si rimanda al paragrafo apposito);
- ▶ A tali flussi, per riflettere la deducibilità fiscale degli ammortamenti delle immobilizzazioni, è stato sommato il contributo positivo derivante dal TAB (*'Tax Amortization Benefit'*), stimato in Euro 453k.

L'applicazione del modello ai flussi riferibili al periodo, al lordo della fiscalità differita, porta ad una stima di valore del *Software* pari a Euro 2,2m, come visibile nella tabella sottostante.

			Projection FY25	Projection FY26	Projection FY27	Projection FY28	Projection FY29	Projection FY30	Projection FY31
Revenues	EUR/000		1.913	3.444	5.365	5.472	5.582	5.693	5.807
<i>Royalty rate</i>	%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Operating gross cashflow	EUR/000		227,1	408,9	636,9	649,6	662,6	675,9	689,4
Operating net cashflow	EUR/000		227,1	408,9	636,9	649,6	662,6	675,9	689,4
Operating net cashflow margin	%		11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%	11,9%
Tax	EUR/000	27,9%	(63,4)	(114,1)	(177,7)	(181,2)	(184,9)	(188,6)	(192,3)
Operating net cashflow after tax	EUR/000		163,7	294,8	459,2	468,4	477,8	487,3	497,1
Operating net cashflow after tax margin	%		8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Discount period			1,00	2,00	3,00	4,00	5,00	6,00	7,00
Discount factor			0,90	0,80	0,72	0,65	0,58	0,52	0,46
Net present value of cash flows	EUR/000		146,8	236,8	330,6	302,3	276,3	252,6	231,0
Discount rate	%		11,57%						
Valore attuale flussi di Royalty (BEV)	EUR/000		1.776,4						
TAB on Step-up	%		25,5%						
Tax amortization benefit on step-up	EUR/000		453,3						
Fair value	EUR/000		2.230						

Fonte: analisi perito su dati Management

A fronte di un valore contabile del *software* iscritto in bilancio pari a Euro 1.675.200, la valutazione effettuata secondo il presente modello ne determina un valore corrente pari a Euro 2.229.758. Ne consegue la necessità di una rettifica in aumento del patrimonio netto per un importo pari a Euro 554.558, al netto dell'effetto fiscale connesso alla plusvalenza, calcolato nella misura del 27,9% e pari a Euro 154.722.

5.4 Patrimonio netto rettificato

Si riporta di seguito il prospetto del Patrimonio Netto Rettificato al 31 dicembre 2024, sulla base delle analisi svolte.

<i>Valuta €/000</i>	Dic24A	Rettifiche	Dic24A Rettificato
Imm. Immateriali	1.767	555	2.321
Imm. Materiali	22		22
Imm. Finanziarie	18		18
Immobilizzazioni	1.807	555	2.362
Crediti commerciali	231		231
Debiti commerciali	(284)		(284)
Capitale circolante operativo	(53)	-	(53)
Altre attività	236	-	236
Altre passività	(484)	(155)	(639)
Capitale circolante netto	(301)	(155)	(455)
TFR	(50)		(50)
Capitale investito netto	1.456	400	1.856
Posizione finanziaria netta	724	-	724
Patrimonio netto rettificato	732	400	1.132
Fonti di finanziamento	1.456	400	1.856

Fonte: Bilanci di verifica

La rettifica individuata in sede di valutazione della partecipazione, già descritta nei paragrafi precedenti, è rappresentata dall'attribuzione del valore corrente del *Software*, in cui la Società ha investito, al netto dell'effetto fiscale connesso alla plusvalenza derivante dalla rivalutazione.

Il patrimonio netto rettificato così determinato è pari a **Euro 1.131.779**.

6. CONGRUITÀ DELL'OFFERTA

Come riportato nella presente Relazione, [REDACTED] ha presentato una manifestazione di interesse non vincolante pari a Euro 2,0m, al netto della posizione finanziaria netta (PFN) di FlowPay alla data di esecuzione dell'operazione. Tale PFN, per espressa previsione contenuta nell'offerta, non includerà il finanziamento agevolato concesso da Invitalia ed includerà il debito residuo verso Tikema Srl risultante dall'accordo transattivo siglato da FlowPay.

Al fine di consentire all'Esperto di esprimere un giudizio sulla congruità dell'offerta ricevuta, si assume che la PFN alla data di esecuzione dell'operazione (come indicata nell'offerta di [REDACTED]) coincida con quella determinata alla data della presente valutazione, ovvero quella calcolata al 31 dicembre 2024.

A tale data, il finanziamento agevolato concesso da Invitalia risulta iscritto in bilancio per un importo pari a Euro 625k. In aggiunta a tale importo la Società presenta un debito verso Banca IGEA pari a Euro 249k. Dalla lettura dei verbali del Consiglio di Amministrazione emerge che tale linea di credito è stata aperta per l'anticipazione degli importi dovuti nell'ambito della rendicontazione della misura Smart&Start di Invitalia. Pertanto tale debito verso Banca IGEA dovrebbe essere considerato alla stregua del finanziamento diretto di Invitalia ed escluso dal calcolo della PFN finalizzata alla definizione dell'offerta di [REDACTED].

Il debito residuo relativo all'accordo transattivo con Tikema Srl era pari al 31 dicembre 2024 ad Euro 58.000.

Nella tabella che segue è riportato il confronto tra il valore dell'*equity* della Società risultante dalla presente perizia (in applicazione del metodo del patrimonio netto rettificato) e quello implicito nella manifestazione di interesse presentata da [REDACTED]. Si evidenzia che il debito verso Tikema risulta essere già incluso nella valutazione svolta mediante metodo del patrimonio netto rettificato in quanto parte del passivo della Società.

Valuta €/000	Perizia [REDACTED]		Diff.
Enterprise Value/CIN netto Tikema	1.914	2.000	86
Tikema Srl	(58)	-	58
Enterprise Value/CIN	1.856	2.000	144
PFN al netto di debito Tikema e Invitalia	150	150	-
Invitalia	(625)	-	625
Invitalia - Banca Igea	(249)	-	249
Tikema Srl	-	(58)	(58)
PFN	(724)	92	816
Equity Value	1.132	2.092	960

Fonte: Analisi perito

Dal confronto tra i valori dell'*Enterprise Value* / Capitale Investito Netto, emerge che la valutazione elaborata nella presente perizia è inferiore di Euro 144k circa rispetto a quella implicita nella manifestazione d'interesse formulata da [REDACTED].

Tuttavia, il differenziale si amplia nel confronto tra i rispettivi *Equity Value*: il valore dell'*equity* risultante dalla perizia è infatti inferiore di circa Euro 1,0m rispetto a quello desumibile dall'offerta di [REDACTED]. Tale differenza è riconducibile alla previsione contenuta nell'offerta di escludere, dal calcolo della PFN, il finanziamento agevolato concesso da Invitalia, pari a Euro 625k al 31 dicembre 2024, a cui si aggiunge il debito verso Banca IGEA per Euro 249k, che invece sono inclusi nella valutazione effettuata dal Perito tramite il metodo del patrimonio netto rettificato.

A parziale attenuazione di tale differenza il Perito evidenzia che la Società, come evidenziato in Nota Integrativa al Bilancio d'esercizio 2024, è intenzionata a richiedere la conversione parziale del debito verso Invitalia in fondo perduto come da Circolare Mise n. 253833 del 4 luglio 2022. Tuttavia, alla data di riferimento della Perizia tale evento non può essere prudenzialmente considerato ai fini della valutazione.

In considerazione di quanto sopra, si ritiene che **il valore economico del capitale di FlowPay desumibile dalla manifestazione d'interesse di [REDACTED], pari a Euro 2,0m al netto della PFN (escludendo il finanziamento agevolato Invitalia ed includendo il debito residuo verso Tikema Srl), possa essere considerato congruo rispetto alla valutazione espressa nella presente Relazione.**

In data 16 luglio 2025 è stata ricevuta un'offerta aggiornata da [REDACTED] riportante un nuovo calcolo della PFN stimata a debito alla data del Closing pari a Euro 280.035. Pertanto, tale offerta aggiornata determina il valore offerto per il 100% di FlowPay in Euro 1.719.965, ossia Euro 146.025 per la quota detenuta da CashInvoice. Sebbene l'attività svolta sia limitata alla data di riferimento del 31 dicembre 2024 e che pertanto non è stata effettuata alcuna verifica dei dati successivi a tale data che avrebbe potuto determinare una valutazione differente da quella risultante dalla presente relazione, il sottoscritto ritiene che l'offerta di [REDACTED] ricevuta in data 16 luglio 2025 determini una valorizzazione di FlowPay congrua rispetto alla valutazione espressa nella presente relazione.

7. CONCLUSIONI

Con riferimento alla natura e alla finalità dell'incarico ricevuto, sulla base della documentazione sopra richiamata e acquisita agli atti, delle ulteriori informazioni ricevute, e dei criteri metodologici illustrati nella presente Relazione, si è proceduto alla stima del valore attribuibile alla partecipazione detenuta da CashInvoice S.p.A. in FlowPay S.r.l. alla Data di Riferimento (31 dicembre 2024).

Tale stima è stata ottenuta moltiplicando il valore del capitale economico di FlowPay S.r.l., risultante in questa Relazione dall'applicazione del metodo del Patrimonio Netto Rettificato, pari a Euro 1.131.779 per la quota detenuta da CashInvoice S.p.A. nel capitale di FlowPay S.r.l. pari all'8,49%. In tale modo si ottiene un valore attribuibile alla partecipazione pari a:

Euro 96.052

Il valore attribuibile alla partecipazione detenuta da CashInvoice S.p.A. in FlowPay S.r.l. risulta inferiore rispetto a quello desumibile dalla manifestazione di interesse presentata da [REDACTED] non vincolante pari a Euro 2.000.000, al netto della posizione finanziaria netta (PFN) di FlowPay S.p.A. alla data di esecuzione dell'operazione che, per espressa previsione contenuta nell'offerta, non includerà il finanziamento agevolato concesso da Invitalia ed includerà il debito residuo verso Tikema Srl. Infatti, il valore della partecipazione detenuta da CashInvoice S.p.A. risulterebbe pari a **Euro 177.525**, se si assume, ai soli fini della comparabilità dei risultati, che il valore del capitale economico di FlowPay S.r.l. desumibile dall'offerta di [REDACTED] è pari a Euro 2.091.764, al netto -come detto ai soli fini della comparabilità dei risultati- della PFN al 31 dicembre 2024 e non di quella alla data di esecuzione dell'operazione come previsto dalla manifestazione di interesse. Pertanto, si ritiene **congrua la manifestazione d'interesse presentata da [REDACTED] a dicembre 2024.**

Inoltre, il valore attribuibile alla partecipazione detenuta da CashInvoice S.p.A. in FlowPay S.r.l. risulterebbe inferiore anche rispetto a quella desumibile dall'offerta irrevocabile inviata da [REDACTED] in data 16 luglio 2025 pari a Euro 146.025. Tale parere è limitato dall'impossibilità del sottoscritto di svolgere analisi supplementari sui dati successivi alla data di riferimento del 31 dicembre 2024, essendo stata consegnata da Flowpay esclusivamente la sola stima della PFN al 16 luglio 2025 senza ulteriore documentazione contabile a supporto.

Milano, 15 luglio 2025

Pietro De Ceglie

