



**RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLE MATERIE POSTE
ALL'ORDINE DEL GIORNO**

assemblea ordinaria e straordinaria degli azionisti

4 agosto 2025 – prima e unica convocazione



CONVOCAZIONE DI ASSEMBLEA

L'assemblea degli azionisti di I.CO.P. S.p.A. Società Benefit ("**ICOP**", "**Emittente**" o "**Società**") è convocata, in sede ordinaria e straordinaria, in prima e unica convocazione, per il giorno 4 agosto 2025, alle ore 15:00 per discutere e deliberare sul seguente

ORDINE DEL GIORNO

Parte Ordinaria

1. Proposta di aumento del numero dei componenti il Consiglio di Amministrazione da sette a otto. Nomina di un nuovo amministratore. Determinazione del compenso. Deliberazioni inerenti e conseguenti.

Parte Straordinaria

1. Aumento di capitale a pagamento con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, codice civile, per complessivi Euro 16.416.000,00, comprensivi di sovrapprezzo, mediante emissione di n. 1.728.000 nuove azioni ordinarie, riservato a F.L.S. Holding s.r.l., da liberare mediante conferimento in natura di n. 2.736.000 azioni ordinarie Palingeo s.p.a. Conseguente modifica dell'articolo 5 dello statuto sociale. Deliberazioni inerenti e conseguenti.



Parte straordinaria

- 1. AUMENTO DI CAPITALE A PAGAMENTO CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DELL'ARTICOLO 2441, COMMA 4, PRIMO PERIODO, CODICE CIVILE, PER COMPLESSIVI EURO 16.416.000,00, COMPENSIVI DI SOVRAPPREZZO, MEDIANTE EMISSIONE DI N. 1.728.000 NUOVE AZIONI ORDINARIE, RISERVATO A F.L.S. HOLDING S.R.L., DA LIBERARE MEDIANTE CONFERIMENTO IN NATURA DI N. 2.736.000 AZIONI ORDINARIE PALINGEO S.P.A. CONSEGUENTE MODIFICA DELL'ARTICOLO 5 DELLO STATUTO SOCIALE. DELIBERAZIONI INERENTI E CONSEGUENTI.**

Signori Azionisti,

la presente relazione è stata redatta dal consiglio di amministrazione della Società anche ai sensi dell'articolo 2441, comma 6, cod. civ., per illustrare la proposta di aumento di capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione, in quanto da liberare mediante conferimento in natura, ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ.

Il consiglio di amministrazione della Società, in data 11 luglio 2025, ha deliberato di sottoporre all'attenzione dell'assemblea straordinaria l'argomento menzionato all'ordine del giorno di cui sopra, avente a oggetto l'aumento di capitale sociale di Euro 16.416.000, comprensivi di sovrapprezzo, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell' art. 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., mediante emissione di n. 1.728.000 nuove azioni ordinarie ICOP, prive del valore nominale, aventi il medesimo godimento e le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie ICOP in circolazione alla data di emissione ("**Aumento di Capitale Riservato**"), da liberarsi mediante conferimento in natura di n. 2.736.000 azioni ordinarie Palingeo s.p.a. ("**Palingeo**") società costituita ed esistente secondo la legge della Repubblica Italiana, con sede legale in Carpenedolo (BS), via Meucci n. 26, e iscritta nella sezione ordinaria del registro delle imprese di Brescia al numero 02075900981.

L'Aumento di Capitale Riservato si inquadra nella prospettata operazione di acquisizione da parte della Società di una partecipazione complessivamente pari al 61,89% del capitale sociale di Palingeo.

Le azioni di nuova emissione saranno destinate esclusivamente e irrevocabilmente alla sottoscrizione di F.L.S. Holding s.r.l. ("**FLS**"), società costituita ed esistente secondo la legge della Repubblica Italiana, con sede legale in Carpenedolo (BS), via Meucci n. 26, iscritta nella sezione ordinaria del registro delle imprese di Brescia al numero 13200290966, e dovranno essere liberate mediante conferimento in natura da parte di FLS di n. 2.736.000 azioni ordinarie Palingeo ("**Azioni Oggetto di Conferimento**").

1. Illustrazione dell'operazione di Aumento di Capitale Riservato

Si ricorda che l'operazione di Aumento di Capitale Riservato si inserisce nel contesto della più ampia operazione straordinaria comunicata al mercato in data 16 giugno 2025.

In particolare, si rammenta che, in pari data, la Società ha sottoscritto con FLS, veicolo riconducibile ai soci fondatori di Palingeo, un accordo vincolante ("**Accordo Quadro**") per l'acquisto di una partecipazione pari al 61,89% del capitale sociale ("**Partecipazione FLS**") di Palingeo, il cui perfezionamento determinerà l'insorgere dell'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto obbligatoria totalitaria ("**OPA**"), ex art. 102, D. Lgs 58/1998 e 13 dello statuto di Palingeo, sulle azioni ordinarie di Palingeo ("**Operazione**"), ivi incluse le azioni di nuova emissione rivenienti dall'eventuale esercizio anticipato dei "**Warrant Palingeo 2024-2026**" ("**Warrant**").

In particolare, l'Accordo Quadro prevede – successivamente al verificarsi di determinate condizioni sospensive – (i) che ICOP acquisti, e FLS venda, n. 1.539.000 azioni Palingeo di titolarità di FLS di cui n. 256.500 azioni ordinarie e n. 1.282.500 azioni a voto plurimo (che si convertiranno in azioni ordinarie all'esito del trasferimento) a un prezzo di Euro 6,00 per azione Palingeo, per un controvalore complessivo di Euro 9.234.000; e (ii) il conferimento in natura delle Azioni Oggetto di Conferimento, pari a n. 2.736.000 azioni ordinarie Palingeo, da parte di FLS a liberazione dell'Aumento di Capitale Riservato.

Si rammenta che, a seguito del perfezionamento dell'Operazione, ICOP promuoverà l'OPA, finalizzata alla revoca dalle negoziazioni di Palingeo, sulla totalità delle azioni ordinarie Palingeo - diverse dalla Partecipazione FLS e computando le azioni rivenienti dall'esercizio eventuale anticipato dei Warrant – al prezzo di Euro 6,00 per azione Palingeo.



L'Aumento di Capitale Riservato sul quale siete chiamati a deliberare costituisce presupposto imprescindibile per l'acquisto da parte di ICOP del 61,89% del capitale sociale di Palingeo e, conseguentemente, per il perfezionamento dell'Operazione.

2. Motivazioni dell'Aumento di Capitale Riservato dell'Operazione

L'Aumento di Capitale Riservato si inserisce nel quadro di un'operazione complessiva finalizzata a integrare Palingeo con il gruppo facente capo a ICOP.

Come indicato nel comunicato stampa relativo all'Operazione, cui si rinvia per ogni ulteriore informazione, l'Operazione rappresenta un momento strategico per ICOP, volto a rafforzare significativamente il posizionamento competitivo nel mercato delle infrastrutture complesse e costruire la base per una robusta espansione industriale.

L'Operazione mira a consolidare il ruolo di ICOP come uno dei principali *player* europei del settore delle fondazioni speciali e dell'ingegneria del sottosuolo, ampliandone la capacità operativa, la presenza territoriale e l'offerta integrata.

L'Operazione, il cui perfezionamento presuppone l'Aumento di Capitale Riservato, è finalizzata a consentire a ICOP di affrontare un numero maggiore di progetti ottimizzando l'impiego delle risorse, valorizzando le sinergie operative e potenziando l'efficienza esecutiva nei cantieri ad alta intensità tecnica.

Per le ragioni sopra indicate, si ribadisce dunque che l'Operazione risponde pienamente all'interesse sociale della Società e, a parere del consiglio di amministrazione, in virtù delle motivazioni descritte e dell'interesse all'acquisizione delle Azioni Oggetto di Conferimento, risulta in tutto ragionevole, nonché necessaria, l'esclusione del diritto di opzione degli attuali soci della Società sulle azioni ordinarie che verranno emesse nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato.

3. Struttura dell'Operazione. Numero, categoria, data di godimento e prezzo di emissione delle azioni ICOP

Come descritto, l'Operazione prevede l'acquisto da parte di ICOP del 61,89% del capitale sociale di Palingeo mediante: (i) l'acquisto di n. 1.539.000 azioni Palingeo di titolarità di FLS di cui n. 256.500 azioni ordinarie e n. 1.282.500 azioni a voto plurimo (che si convertiranno in azioni ordinarie all'esito del trasferimento) mediante corresponsione di un prezzo pari a Euro 6,00 per azione Palingeo, per un controvalore complessivo di Euro 9.234.000; (ii) il conferimento da parte di FLS della residua partecipazione dalla stessa detenuta in Palingeo, rappresentata da n. 2.736.000 azioni ordinarie Palingeo a liberazione dell'Aumento di Capitale Riservato deliberato dall'assemblea degli azionisti di ICOP.

L'Aumento di Capitale Riservato prevede l'emissione di n. 1.728.000 azioni ordinarie ICOP, prive di valore nominale, che avranno godimento regolare e, quindi, attribuiranno pari diritti rispetto alle azioni ordinarie in circolazione al momento dell'emissione.

Il prezzo di emissione è pari a Euro 9,50 per ciascuna azione. Le azioni ordinarie ICOP di nuova emissione saranno ammesse alle negoziazioni su Euronext Growth Milan, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana s.p.a. ("**EGM**").

L'operazione di Aumento di Capitale Riservato con esclusione del diritto di opzione a fronte di conferimento rientra nella disciplina ex art. 2441, 4° comma, primo periodo, cod. civ. e richiede preliminarmente il rilascio di un parere di congruità da parte del collegio sindacale di ICOP, nonché la valutazione di Palingeo da parte di un esperto indipendente ai sensi e per gli effetti degli articoli 2343, 2343-ter, comma 2, lett. b) e 2440 cod. civ.

Conseguentemente, il consiglio di amministrazione della Società, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, cod. civ., ha provveduto a predisporre la presente relazione, la quale è trasmessa al collegio sindacale, nella persona del suo presidente, nonché alla società di revisione PricewaterhouseCoopers S.p.A., in qualità di revisore legale della Società. Il parere del collegio, unitamente alla presente relazione, è depositata presso la sede della Società nonché sul sito [internet www.icop.it](http://www.icop.it) nei termini di legge. A tale riguardo, si precisa che il collegio sindacale ha dichiarato di rinunciare al termine previsto dall'art. 2441, comma 6, cod. civ.

4. Criterio di determinazione del prezzo di emissione

Il prezzo di emissione delle azioni ordinarie nell'ambito dell'Aumento di Capitale Riservato è stato determinato in Euro 9,50 (comprensivo di Euro 8,50 di sovrapprezzo) nel rispetto di quanto previsto dal sesto comma dell'art. 2441 cod. civ.



Il prezzo di emissione è stato determinato sulla base dei prezzi di chiusura delle azioni della Società precedenti alla data del 13 giugno 2025 ultimo giorno di negoziazione prima dell'annuncio dell'Operazione (*undisturbed*) avvenuto in data 16 giugno 2025.

In particolare, il prezzo di emissione è stato determinato dall'Emittente tenendo conto della media ponderata dei prezzi ufficiali delle azioni della Società relativi ai 6 (sei) mesi precedenti il 13 giugno 2025, pari a Euro 9,2262.

La proposta di stabilire in Euro 9,50, comprensivo di sovrapprezzo, il prezzo di emissione si giustifica in conformità a quanto previsto dall'art. 2441, comma 6, cod. civ., che dispone, per le società le cui azioni non siano quotate su mercati regolamentati (come ICOP, le cui azioni sono negoziate su EGM), che il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato in base al valore del patrimonio netto, da intendersi come valore economico della Società.

Per gli emittenti le cui azioni siano ammesse alle negoziazioni su sistemi multilaterali di negoziazione, quale è ICOP, è prassi utilizzare quale metodo valutativo (ai fini della determinazione del valore economico) il valore di mercato delle azioni, peraltro, espressamente previsto dall'art. 2441, comma 4, secondo periodo, cod. civ..

In particolare, si ritiene che il criterio del valore di mercato delle azioni, per la determinazione del prezzo di emissione, costituisca un criterio idoneo a fornire un'indicazione del valore economico della Società.

Alla luce di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto appropriato determinare il valore di mercato delle azioni, e quindi, il prezzo di emissione delle nuove azioni applicando il criterio della media ponderata dei prezzi di chiusura registrati nei 6 (sei) mesi precedenti la data dell'annuncio, così come previsto dal comma 6 dell'art. 2441, cod. civ. per gli emittenti quotati sul mercato regolamentato. Tale intervallo temporale è stato considerato rappresentativo del valore di mercato delle azioni ICOP.

L'adozione della media ponderata, anziché di quella aritmetica, riflette la prassi prevalente, in quanto consente di attribuire maggiore rilevanza ai volumi effettivamente scambiati, attenuando gli effetti di eventuali oscillazioni di prezzo dovute a transazioni di modesto controvalore, così da rafforzare l'attendibilità del criterio selezionato.

Il periodo di 6 (sei) mesi è stato, inoltre, ritenuto adeguato non solo in considerazione delle negoziazioni intervenute sul mercato nel corso di tale intervallo, sia sotto il profilo dei volumi sia del controvalore degli scambi, ma anche in quanto conforme alla prassi di mercato e coerente con quanto previsto dall'art. 2441, comma 6, cod. civ., per le società con azioni quotate in mercati regolamentati.

Di conseguenza, la media ponderata dei prezzi ufficiali registrata nel suddetto periodo risulta idonea a rappresentare in modo attendibile la valorizzazione della Società antecedente all'annuncio.

5. Indicazione del valore attribuito alle Azioni Oggetto di Conferimento

Il conferimento in natura verrà attuato secondo la procedura prevista dagli artt. 2343-*ter*, comma secondo, lettera b), e 2343-*quater* cod. civ. e, pertanto, si basa sulla valutazione delle Azioni Oggetto di Conferimento che ne sono l'oggetto, svolta da un esperto indipendente, in possesso di idonei requisiti e professionalità che è stato individuato nella persona di Niccolò Leboffe ("**Esperto**").

In ordine ai requisiti soggettivi dell'Esperto si evidenzia: (i) l'iscrizione dell'Esperto al Registro dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, Sezione A, di Milano, al Registro dei Revisori Legali ed al Registro dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano, con specializzazione in valutazioni societarie; (ii) l'esperienza acquisita dall'Esperto nella predisposizione di numerose perizie di stima di aziende con l'utilizzo di metodi finanziari.

In ordine ai requisiti di indipendenza, l'Esperto ha confermato, inoltre, di essere indipendente da chi effettua il conferimento e dalla Società, nonché dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla Società conferitaria.

L'indipendenza dell'Esperto dovrà poi essere confermata dal consiglio di amministrazione di ICOP ai sensi dell'art. 2343-*quater* cod. civ.

Sulla base delle analisi condotte dall'Esperto, quale esperto indipendente, dotato di adeguata e comprovata professionalità, ai sensi dell'articolo 2343-*ter*, secondo comma, lett. b), cod. civ., è stata emessa la perizia di stima sul valore economico delle Azioni Oggetto del Conferimento ("**Relazione di Stima**") alla data di riferimento del 30 aprile 2025 ("**Data di Riferimento**").

Per maggiori informazioni si rinvia alla Relazione di Stima allegata alla presente relazione.



Pertanto, dalle valutazioni dell'Esperto emerge che il valore attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e del sovrapprezzo ai beni in natura oggetto di conferimento – i.e., le Azioni Oggetto di Conferimento – è pari o inferiore al valore risultante dalla valutazione (precisamente, il valore delle Azioni Oggetto di Conferimento, in base al risultato finale della valutazione compiuta dall'Esperto, risulta almeno pari a Euro 16.416.000,00).

6. Effetti dell'Aumento di Capitale Riservato sulla compagine azionaria di ICOP

A seguito della sottoscrizione dell'Aumento di Capitale Riservato, il capitale sociale di ICOP sarà rappresentato da n. 31.778.250 azioni ordinarie.

All'esito dell'emissione delle azioni rivenienti dall'Aumento di Capitale Riservato gli azionisti subiranno una diluizione pari a 5,4%.

Si segnala che, nel contesto dell'Operazione, le azioni ICOP rivenienti dell'Aumento di Capitale Riservato saranno soggette a specifici impegni di *lock up* da parte di FLS, della durata di 36 mesi dal perfezionamento dell'Operazione.

7. Confronto della nuova formulazione proposta dall'articolo 5 dello statuto

Con l'approvazione da parte dell'assemblea della delibera di Aumento di Capitale Riservato avrà luogo la modifica dell'articolo 5 (Capitale Sociale) dello statuto. Si riporta di seguito l'articolo 5 dello statuto, di cui si propone la modifica, nel testo vigente e in quello proposto:

TESTO VIGENTE	TESTO PROPOSTO
<u>Articolo 5</u>	<u>Articolo 5</u>
<i>5.1 Il capitale sociale è fissato in Euro 30.050.250,00 (trentamilionicinquantamiladuecentocinquanta/00) ed è diviso in numero 30.050.250 (trentamilionicinquantamiladuecentocinquanta) azioni ordinarie prive di indicazione espressa del valore nominale.</i>	<i>5.1 Il capitale sociale è fissato in Euro 30.050.250,00 (trentamilionicinquantamiladuecentocinquanta/00) ed è diviso in numero 30.050.250 (trentamilionicinquantamiladuecentocinquanta) azioni ordinarie prive di indicazione espressa del valore nominale.</i>
<i>5.2. In data 21 giugno 2024 l'assemblea ha deliberato di aumentare il capitale sociale fino a un ammontare massimo di Euro 50.000.000,00 (cinquantamiloni virgola zero zero), comprensivo di sovrapprezzo, mediante l'emissione di nuove Azioni prive di indicazione del valore nominale espresso e a godimento regolare, con imputazione a capitale di Euro 1,00 (uno virgola zero zero) per ciascuna azione, a servizio dell'ammissione alle negoziazioni delle Azioni della Società su Euronext Growth Milan, il tutto con termine finale di sottoscrizione al 31 dicembre 2025.</i>	<i>5.2. In data 21 giugno 2024 l'assemblea ha deliberato di aumentare il capitale sociale fino a un ammontare massimo di Euro 50.000.000,00 (cinquantamiloni virgola zero zero), comprensivo di sovrapprezzo, mediante l'emissione di nuove Azioni prive di indicazione del valore nominale espresso e a godimento regolare, con imputazione a capitale di Euro 1,00 (uno virgola zero zero) per ciascuna azione, a servizio dell'ammissione alle negoziazioni delle Azioni della Società su Euronext Growth Milan, il tutto con termine finale di sottoscrizione al 31 dicembre 2025.</i>
<i>[IL RESTO INVARIATO]</i>	5.3 In data 4 agosto 2025 l'assemblea ha deliberato di aumentare il capitale sociale per nominali Euro 16.416.000, comprensivi di sovrapprezzo, mediante emissione di n. 1.728.000 nuove azioni ordinarie, prive del valore nominale, aventi il medesimo godimento e le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione alla data di emissione, alle seguenti condizioni: a) le azioni di nuova emissione vengono offerte a F.L.S. Holding s.r.l. con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, codice civile;



	b) le azioni di nuova emissione dovranno essere liberate mediante conferimento in natura di n. 2.736.000 azioni ordinarie Palingeo s.p.a.; c) il prezzo di emissione delle azioni di nuova emissione sarà pari a Euro 9,50 per azione, da imputare per Euro 1 a capitale sociale e per Euro 8,50 a sovrapprezzo; d) il termine finale di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione è stabilito al 31 dicembre 2025; e) qualora l'Aumento di Capitale Riservato non fosse integralmente sottoscritto entro tale termine, l'Aumento di Capitale Riservato risulterà non effettuato ed inefficace. <i>[IL RESTO INVARIATO]</i>
--	---

8. Proposta di deliberazione

Tutto ciò premesso, se siete d'accordo con la proposta formulata, vi invitiamo ad assumere la seguente:

Proposta di deliberazione:

"L'assemblea straordinaria di I.CO.P. s.p.a. Società Benefit,

- preso atto del parere di congruità sul prezzo di emissione delle azioni ICOP di nuova emissione espresso, ai sensi dell'art. 2441, comma 6, cod. civ., dal collegio sindacale;
- preso atto della valutazione dell'esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-ter, secondo comma, lett. b), cod. civ.;
- preso atto dell'attestazione del collegio sindacale che il capitale sociale è interamente sottoscritto e versato,

delibera

- di aumentare il capitale sociale per nominali Euro 16.416.000, comprensivi di sovrapprezzo, mediante emissione di n. 1.728.000 nuove azioni ordinarie, prive del valore nominale, aventi il medesimo godimento e le medesime caratteristiche delle azioni ordinarie in circolazione alla data di emissione, con le seguenti modalità:
 - a) le azioni di nuova emissione vengono offerte a F.L.S. Holding s.r.l. con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, codice civile;
 - b) le azioni di nuova emissione dovranno essere liberate mediante conferimento in natura di n. 2.736.000 azioni ordinarie Palingeo s.p.a.;
 - c) il prezzo di emissione delle azioni di nuova emissione sarà pari a Euro 9,50 per azione, da imputare per Euro 1 a capitale sociale e per Euro 8,50 a sovrapprezzo;
 - d) il termine finale di sottoscrizione delle azioni di nuova emissione è stabilito al 31 dicembre 2025;
 - e) qualora l'Aumento di Capitale Riservato non fosse integralmente sottoscritto entro tale termine, l'Aumento di Capitale Riservato risulterà non effettuato ed inefficace;
 - f) viene conseguentemente modificato l'articolo 5 dello statuto sociale secondo quanto proposto nella relazione illustrativa degli amministratori;
- di conferire al consiglio di amministrazione – e per esso disgiuntamente al presidente del consiglio di amministrazione e all'amministratore delegato – ogni più ampio potere necessario ed opportuno



per dare esecuzione alla presente delibera, nonché per compiere tutti gli atti e i negozi necessari od opportuni a tal fine, inclusi, a titolo meramente esemplificativo, quelli relativi:

- a) alla predisposizione, modifica, integrazione, sottoscrizione o compimento di ogni atto, contratto, accordo, dichiarazione e documento necessario o opportuno ai fini dell'esecuzione e del completamento delle attività sopra descritte;*
- b) alla gestione dei rapporti con qualsiasi organo o autorità competente e all'ottenimento di tutte le autorizzazioni ed approvazioni necessarie in relazione al buon esito delle operazioni sopra descritte, nonché alla predisposizione, modifica, integrazione o sottoscrizione o compimento di ogni contratto, accordo, atto, dichiarazione o documento necessario o opportuno a tal fine, compresa la facoltà di procedere ai depositi di legge conseguenti all'esecuzione dell'Aumento di Capitale Riservato;*
- c) alla emissione delle azioni sottoscritte;*
- d) alla effettuazione in relazione all'Aumento di Capitale Riservato dell'attestazione di cui all'articolo 2444 del codice civile e del deposito dello statuto riportante la cifra aggiornata del capitale sociale ai sensi dell'articolo 2436 del codice civile, unitamente a tutti gli adempimenti, dichiarazioni, comunicazioni richiesti dalla legge o comunque opportuni per dare piena esecuzione e attuazione a quanto sopra deliberato;*
- e) all'ottenimento dell'approvazione di legge per le delibere di cui sopra, con facoltà di introdurre le eventuali modifiche che potrebbero eventualmente essere richieste dalle competenti Autorità o dal Registro delle Imprese in sede di iscrizione delle stesse.*

Basiliano (UD), 19 luglio 2025

Per il consiglio di amministrazione

Il Presidente – Vittorio Petrucco

F.L.S. HOLDING S.R.L.

**RELAZIONE DI STIMA AI SENSI DELL'ART. 2343-TER, COMMA 2,
LETTERA B), C.C. NEL CONTESTO DEL CONFERIMENTO DA
PARTE DI F.L.S. HOLDING S.R.L. DI UNA PARTECIPAZIONE DEL
39,6% CIRCA IN PALINGEO S.P.A., COMPOSTA DA N.
2.736.000 AZIONI, IN FAVORE DI I.CO.P. S.P.A. SOCIETÀ
BENEFIT**

Milano, 11 luglio 2025

SOMMARIO

1.	PREMESSA	4
1.1.	Oggetto e ambito dell'Incarico	4
1.2.	Data di Riferimento	5
1.3.	Documentazione ed informazioni utilizzate dal Professionista.....	5
1.4.	Ipotesi e limitazioni.....	6
1.5.	Lavoro svolto	8
1.6.	Restrizioni all'uso di questa Relazione.....	9
1.7.	Principali difficoltà incontrate nello svolgimento dell'Incarico	9
2.	DESCRIZIONE DELLA PARTECIPAZIONE OGGETTO DEL CONFERIMENTO E DELLA SOCIETÀ	11
2.1.	Oggetto del Conferimento.....	11
2.2.	Descrizione della Società e dell'attività da essa svolta	11
2.3.	Andamento economico, patrimoniale e finanziario di Palingeo nel triennio 2022-2024	14
2.4.	La Situazione Contabile di Riferimento	21
2.5.	Le previsioni economiche, patrimoniali e finanziarie 2025-2027 relative a Palingeo contenute nella Ricerca Integrae	24
3.	I METODI DI VALUTAZIONE NELLA TEORIA E NELLA PRASSI PROFESSIONALE	28
3.1.	Metodi patrimoniali.....	28
3.2.	Metodi reddituali.....	29
3.3.	Metodi misti reddituali – patrimoniali.....	30
3.4.	Metodi finanziari.....	30
3.5.	Metodi basati sui multipli di mercato (o delle società comparabili).....	32
3.6.	Metodi basati sulle analisi di regressione.....	34
3.7.	Metodo delle quotazioni di Borsa (rilevante per le sole società quotate)	35
3.8.	Metodo dei <i>target price</i> degli analisti finanziari (rilevante per le sole società quotate).....	35
4.	LA SCELTA DEI CRITERI VALUTATIVI E I RISULTATI DELLA LORO APPLICAZIONE.....	36
4.1.	La scelta del metodo di valutazione	37
4.2.	La stima del valore dell'azione Palingeo alla Data di Riferimento	38
4.2.1.	<i>L'applicazione del metodo del DCF</i>	38
4.2.2.	<i>L'applicazione dell'analisi di regressione</i>	44
4.3.	L'analisi dei multipli impliciti nei risultati oggetti mediante l'applicazione dei metodo valutativi	47
4.4.	La stima del valore della Partecipazione alla Data di Riferimento	48
5.	CONCLUSIONI	49
	<i>Appendice 1 – stima dell'onerosità lorda dei debiti finanziari di Palingeo</i>	I

* * *

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1 – azionariato attuale della Società	11
Tabella 2 – capitale fully diluted della Società	12
Tabella 3 – organi sociali di Palingeo, soggetto incaricato della revisione legale e OdV	12
Tabella 4 – categorie per le quali Palingeo ha ottenuto l'attestato di qualificazione CQOP SOA	14
Tabella 5 – andamento economico di Palingeo nel periodo 2022-2024.....	15
Tabella 6 – stima degli oneri e proventi non ricorrenti e dell'EBITDA rettificato 2022-2024.....	16
Tabella 7 – andamento patrimoniale e dei principali indicatori di Palingeo nel periodo 2022-2024	17
Tabella 8 – flussi di cassa di Palingeo nel periodo 2022-2024	19
Tabella 9 – Situazione Contabile di Riferimento – dati economici.....	21
Tabella 10 – Situazione Contabile di Riferimento – dati patrimoniali	23
Tabella 11 – dati economici consuntivi 2023-2024 e previsionali 2025-2027 (Ricerca Integrae).....	25
Tabella 12 – dati patrimoniali consuntivi 2023-2024 e previsionali 2025-2027 (Ricerca Integrae).....	26
Tabella 13 – flussi di cassa consuntivi 2023-2024 e previsionali 2025-2027 (Ricerca Integrae)	27
Tabella 14 – flussi di cassa operativi netti relativi agli esercizi 2025-2027 e alla stima del Valore Terminale (TV) utilizzati ai fini dell'applicazione del metodo del DCF.....	41
Tabella 15 – calcolo del WACC	42
Tabella 16 – stima dell'Enterprise Value di Palingeo (metodo DCF) alla Data di Riferimento	43
Tabella 17 – valore del capitale economico della Società e valore per azione Palingeo (metodo DCF) alla Data di Riferimento	43
Tabella 18 – analisi di sensibilità del valore per azione Palingeo (metodo DCF)	44
Tabella 19 – multipli di mercato di un campione di società operanti nello stesso settore di Palingeo.....	45
Tabella 20 – risultati delle analisi di regressione e stima dei relativi Enterprise Value di Palingeo alla Data di Riferimento.....	46
Tabella 21 – valore del capitale economico della Società e valore per azione Palingeo (analisi di regressione) alla Data di Riferimento	47
Tabella 22 – sintesi della stima del valore per azione Palingeo alla Data di Riferimento e analisi dei corrispondenti multipli impliciti.....	47
Tabella 23 – stima del valore della Partecipazione oggetto di Conferimento alla Data di Riferimento.....	48

* * *

INDICE DELLE FIGURE

Figura 1 – andamento semestrale di valore della produzione, EBITDA, utile netto e C.C.N. 2023-2024.....	20
---	----

* * *

1. PREMESSA

1.1. Oggetto e ambito dell'Incarico

Il sottoscritto Niccolò Leboffe (il **"Professionista"**), iscritto al Registro dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili, Sezione A, di Milano, al Registro dei Revisori Legali ed al Registro dei Consulenti Tecnici del Tribunale di Milano, con specializzazione in valutazioni societarie, è stato incaricato in data 30 giugno 2025 (l'**"Incarico"**) da F.L.S. Holding S.r.l. (**"F.L.S."**) di redigere una relazione ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), c.c. (la **"Relazione"**) avente ad oggetto la stima del valore di una partecipazione pari a circa il 39,6%⁽¹⁾ nel capitale di Palingeo S.p.A. (**"Palingeo"** o la **"Società"**), composta da n. 2.736.000 azioni ordinarie (la **"Partecipazione"**), nell'ambito del suo conferimento (il **"Conferimento"**) da parte di F.L.S. in favore di I.CO.P. S.p.A. Società Benefit (**"I.CO.P."** o la **"Conferitaria"**).

Il Conferimento della Partecipazione si colloca nell'ambito di una più ampia operazione i cui termini e condizioni sono riflessi in un accordo quadro sottoscritto il 16 giugno 2025 da I.CO.P. e da F.L.S. e che in sintesi prevede, come annunciato dal comunicato stampa emesso da I.CO.P. in pari data (il **"Comunicato I.CO.P."**), quanto segue:

1. I.CO.P. acquisterà n. 1.539.000 azioni Palingeo (n. 256.500 azioni ordinarie e n. 1.282.500 azioni a voto plurimo che saranno automaticamente convertite in azioni ordinarie⁽²⁾), pari complessivamente a circa il 22,3% del capitale di Palingeo, ad un prezzo unitario di € 6,00 e per un corrispettivo totale pari a circa € 9,2 milioni;
2. I.CO.P. emetterà n. 1.728.000 nuove azioni nell'ambito di un aumento di capitale riservato alla sottoscrizione in natura da parte di F.L.S. mediante il Conferimento della Partecipazione del 39,6% circa in Palingeo ai sensi degli artt. 2440 e 2441, comma 4, c.c. per un controvalore dell'aumento del capitale e dell'eventuale sovrapprezzo pari a complessivi circa € 16,4 milioni, a supporto del quale viene redatta questa Relazione;
3. I.CO.P., all'esito dell'esecuzione delle operazioni *sub* 1. e 2., promuoverà un'OPA Obbligatoria, finalizzata alla revoca di Palingeo dalle negoziazioni, sulle azioni della Società non ancora detenute da I.CO.P., pari a n. 2.632.670, oltre a massime n. 1.432.280 azioni di compendio di nuova emissione rivenienti dall'eventuale esercizio anticipato dei n. 5.729.120 "Warrant Palingeo 2024-2026" (**"Warrant"**)⁽³⁾ in circolazione, ad un prezzo di € 6,00 per azione.

La Relazione ha quindi ad oggetto la valutazione della Partecipazione tenuto conto del più ampio contesto in cui il Conferimento si inserisce, in cui è in particolare contemplata l'acquisizione da parte di I.CO.P. dell'intero capitale di Palingeo. Alla luce di ciò, la Relazione ha ad oggetto in via preliminare la stima del valore dell'intero patrimonio della Società, tenendo altresì conto degli effetti derivanti dall'esistenza dei Warrant e dal loro possibile esercizio anticipato, e, successivamente, quello attribuibile alla frazione del capitale rappresentata dalla Partecipazione del 39,6% circa in Palingeo.

⁽¹⁾ Il numero totale delle azioni Palingeo in circolazione è pari a n. 6.907.670, comprensivo sia delle azioni ordinarie (pari a n. 5.625.170) sia delle azioni a voto plurimo (pari a n. 1.282.500).

⁽²⁾ Cfr. statuto di Palingeo, art. 7.1..

⁽³⁾ Cfr. regolamento Warrant e comunicato stampa di Palingeo del 29 gennaio 2025.

La Partecipazione è stata esaminata e valutata assumendo condizioni normali di funzionamento, astraendo, sulla base delle informazioni disponibili, gli effetti derivanti da accadimenti straordinari e/o non ricorrenti di gestione, e nell'ipotesi di continuità aziendale.

Il valore della Partecipazione è stato inoltre apprezzato in ottica c.d. "stand-alone", senza pertanto tenere conto di possibili sinergie e/o oneri derivanti dalla prevista acquisizione del controllo di Palingeo da parte di I.CO.P., avendo particolare riguardo a considerare solo "*valori in atto*" ed escludendo per quanto possibile "*valori potenziali*", come raccomandato dai Principi Italiani di Valutazione ("**PIV**")⁽⁴⁾.

1.2. Data di Riferimento

La data di riferimento di questa Relazione è il 30 aprile 2025 (la "**Data di Riferimento**"), coincidente con la data di riferimento dell'ultima situazione economico-patrimoniale di Palingeo messa da F.L.S. a disposizione del Professionista (la "**Situazione Contabile di Riferimento**").

I dati e i parametri di mercato utilizzati nell'ambito delle analisi valutative sono stati aggiornati in prossimità della data di emissione di questa Relazione, e nello specifico alla data del 4 luglio 2025.

Si ricorda che la Relazione è utilizzabile ai fini di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), c.c. a condizione che la predetta Data di Riferimento preceda di non oltre sei mesi il Conferimento della Partecipazione in esecuzione dell'aumento di capitale riservato che sarà emesso da I.CO.P..

1.3. Documentazione ed informazioni utilizzate dal Professionista

Ai fini della predisposizione di questa Relazione, sono stati utilizzati i seguenti documenti (il "**Materiale**"):

- a) statuto vigente della Società;
- b) comunicato stampa emesso da Palingeo l'8 maggio 2024;
- c) regolamento dei Warrant Palingeo 2024-2026;
- d) documento di ammissione relativo alle negoziazioni su Euronext Growth Milan, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., delle azioni ordinarie e Warrant di emittente Palingeo;
- e) bilanci 2022, 2023 e 2024 della Società;
- f) relazioni semestrali 2023 e 2024 della Società;
- g) comunicato stampa emesso da Palingeo il 29 gennaio 2025 relativo alla ricognizione del capitale sociale e dei Warrant residui in circolazione a quella data;
- h) Situazione Contabile di Riferimento;
- i) ricerca azionaria sulla Società pubblicata da Integrae SIM S.p.A. in data 15 aprile 2025 (la "**Ricerca Integrae**");

⁽⁴⁾ Cfr. ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE (OIV), "*Principi Italiani di Valutazione*"; EGEA, 2015, §IV.5..

j) Comunicato I.CO.P..

Fatta eccezione per la Situazione Contabile di Riferimento trasmessa da F.L.S., tutti i documenti che compongono il Materiale sono pubblicamente disponibili.

Il Professionista ha inoltre utilizzato – e fatto affidamento sulla relativa correttezza – ulteriori dati ed informazioni pubblicamente disponibili, ritenuti rilevanti ai fini della predisposizione delle analisi contenute in questa Relazione, tra cui: prezzi di mercato di titoli quotati, rendimenti obbligazionari, multipli di mercato, previsioni elaborate dagli analisi finanziari in relazione ai risultati prospettici di società quotate ed altri dati e parametri osservabili sui mercati finanziari e del credito.

In aggiunta, il Professionista ha assunto quanto segue:

- tutte le informazioni, i dati, i documenti, siano essi contabili o di altra natura, relativi a Palingeo, ivi inclusi i documenti sopra citati e, tra essi, la Situazione Contabile Riferimento, che non è stata oggetto di revisione contabile, sono veritieri, aggiornati e completi, senza che il Professionista abbia effettuato alcuna analisi e/o verifica indipendente;
- le previsioni economico-finanziarie utilizzate sono ragionevoli e sono state formulate sulla base delle migliori stime elaborate in relazione ai risultati futuri di Palingeo;
- nessuna informazione rilevante sia stata omessa.

Il Professionista non assume pertanto alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza, aggiornamento e accuratezza del Materiale e, più in generale, dei dati e delle informazioni utilizzati, né fornisce alcuna garanzia, implicita o esplicita, al riguardo.

Il legale rappresentante di F.L.S. ha attestato di non essere a conoscenza di ulteriori elementi significativi ai fini della predisposizione di questa Relazione, oltre a quanto riflesso nel Materiale.

1.4. Ipotesi e limitazioni

Le analisi su cui si basa questa Relazione sono state sviluppate tenuto conto delle ipotesi e delle limitazioni di seguito indicate:

- a) per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e formule, ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività. Le conclusioni riportate in questa Relazione si basano sul complesso delle indicazioni e delle considerazioni in essa contenute e, pertanto, nessuna parte della Relazione può essere considerata disgiuntamente dalla Relazione nella sua interezza;
- b) le analisi sono basate su dati, informazioni e documenti pubblicamente disponibili riguardanti Palingeo, fatta eccezione per la Situazione Contabile di Riferimento, senza aver avuto accesso al *management* della Società. La responsabilità della veridicità e correttezza di tali dati, informazioni e documenti compete a coloro che li hanno redatti e non è stata oggetto di verifica autonoma da parte del Professionista;
- c) le analisi si fondano sull'assunto che la Situazione Contabile di Riferimento fornisca una rappresentazione veritiera e corretta della situazione economico-patrimoniale della Società alla Data di Riferimento e che su di essa, ove fosse oggetto di revisione contabile, sarebbe

espresso un giudizio positivo, senza eccezioni e rilievi. L'Incarico non ha previsto lo svolgimento di procedure autonome di revisione contabile sui dati contenuti nella Situazione Contabile di Riferimento – oltretutto sui precedenti bilanci di Palingeo, soggetti comunque a revisione contabile – né verifiche o accertamenti intorno all'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale, extra-contrattuale, previdenziale o legate a rischi di qualunque tipologia, non riportate nei bilanci di Palingeo o nella Situazione Contabile di Riferimento. Di conseguenza, il Professionista non esprime alcun parere né alcuna forma di attestazione sui dati economico-patrimoniali di Palingeo o su qualsiasi altra informazione finanziaria;

- d) Le analisi sono state effettuate nell'assunto che Palingeo rispetti il requisito della continuità aziendale;
- e) la Partecipazione è stata esaminata e valutata assumendo condizioni normali di funzionamento, astraendo, sulla base delle informazioni disponibili, gli effetti derivanti da accadimenti straordinari e/o non ricorrenti di gestione, facendo in particolare riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive conosciute alla data di questa Relazione;
- f) il Professionista non ha assoggettato i dati previsionali contenuti nella Ricerca Integrae – ai cui redattori il Professionista non ha avuto accesso – a revisione *e/o due diligence* ed ha assunto che essi siano stati preparati in modo obiettivo e su presupposti che riflettono le migliori previsioni disponibili in merito ai risultati futuri di Palingeo. Tali dati previsionali, essendo basati su ipotesi di eventi futuri ed azioni di Palingeo, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi, ovvero possano verificarsi in misura e/o tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro elaborazione. Pertanto, gli scostamenti tra i dati consuntivi *ex-post* e i corrispondenti dati preventivati potrebbero dimostrarsi significativi; il Professionista non assume alcuna responsabilità in merito alla correttezza dei dati previsionali stimati dalla Ricerca Integrae né con riferimento al raggiungimento dei dati previsionali contenuti nella Ricerca Integrae;
- g) le metodologie di valutazione ai fini dell'esecuzione dell'Incarico fanno riferimento direttamente o indirettamente a dati prospettici e fattori quali, tra gli altri, tassi di interesse, rendimenti azionari, indici di volatilità, prezzi e multipli di Borsa ed altre informazioni desumibili dal mercato finanziario, per loro natura soggetti a fluttuazioni. I parametri finanziari e di mercato utilizzati ai fini della stima sono stati aggiornati in prossimità dell'emissione della Relazione (i.e. 4 luglio 2025). Non si può escludere che il perdurare delle attuali emergenze legate al conflitto tra Russia e Ucraina e ai conflitti in Medio Oriente, nonché le incertezze derivanti dalle politiche fiscali attuate o in corso di attuazione da parte di Paesi *partner* commerciali dell'Unione Europea in tema di dazi, possano avere impatti, anche significativi, sul sistema economico nazionale e internazionale e possano da ultimo incidere sul valore della Partecipazione;
- h) la Relazione assume che le operazioni descritte nel Comunicato I.CO.P. trovino esecuzione e che per effetto di esse, tra l'altro, si verifichi una delle Cause di Conversione in azioni ordinarie delle azioni a voto plurimo disciplinate dall'art. 7.1. dello statuto di Palingeo. Le valutazioni contenute in questa Relazione assumono pertanto che il capitale di Palingeo sia interamente composto da azioni ordinarie. Pertanto, nel prosieguo di questa

Relazione ci si riferirà indifferentemente ad “azioni” o “azioni ordinarie” così come a “valore per azione” o “valore per azione ordinaria”, etc.;

- i) alla luce delle finalità dell'Incarico e dei principi e criteri contemplati dall'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), c.c., questa Relazione non intende sostituirsi all'autonomo giudizio degli azionisti di Palingeo in merito alla congruità dei termini e delle condizioni delle operazioni descritte nel Comunicato I.CO.P.. Il contenuto di questa Relazione non può dunque in alcun modo costituire una raccomandazione ad aderire o a non aderire alle operazioni descritte nel Comunicato I.CO.P., ivi inclusa l'OPA Obbligatoria che sarà promossa da I.CO.P. successivamente all'esecuzione degli accordi tra I.CO.P. e F.L.S., se e quando interverrà. Allo stesso modo, questa Relazione non intende fornire alcuna valutazione, giudizio o raccomandazione rispetto al valore dei Warrant né in relazione alla convenienza del loro eventuale esercizio anticipato;
- j) questa Relazione non è finalizzata ad esprimere alcun giudizio sul valore delle azioni I.CO.P. in circolazione alla data odierna, sulla congruità del corrispettivo offerto per le azioni Palingeo o sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni I.CO.P.;
- k) i risultati contenuti in questa Relazione non costituiscono in alcun modo una garanzia riguardo alla consistenza patrimoniale e/o alle prospettive future di Palingeo;
- l) il Professionista non ha prestato assistenza di natura contabile, legale e/o fiscale ad I.CO.P., F.L.S. e Palingeo. Il Professionista non esprime alcun giudizio né assume alcuna responsabilità con riferimento a tali aspetti;
- m) i dati contenuti in questa Relazione possono essere arrotondati per eccesso o per difetto. Eventuali incongruenze e/o differenze tra i dati riportati all'interno della Relazione sono attribuibili a tali arrotondamenti.

1.5. Lavoro svolto

Ai fini dello svolgimento dell'Incarico, sono state svolte le seguenti attività:

- a) esame dei dati, delle informazioni e dei documenti raccolti;
- b) analisi dello statuto di Palingeo, del regolamento Warrant, del documento di ammissione relativo alle negoziazioni su Euronext Growth Milan e dei comunicati stampa emessi dalla Società successivamente a tale ammissione;
- c) analisi dei bilanci e delle relazioni semestrali (ove disponibili) dell'ultimo triennio di Palingeo;
- d) analisi della Situazione Contabile di Riferimento;
- e) analisi delle previsioni economiche, patrimoniali e finanziarie 2025-2027 contenute nella Ricerca Integrae;
- f) identificazione delle metodologie di valutazione ritenute applicabili tenuto conto dei dati e delle informazioni disponibili e delle indicazioni applicabili per stime valutative caratterizzate dalle finalità di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), c.c.;
- g) definizione delle grandezze e dei parametri necessari per l'applicazione delle metodologie valutative adottate;

- h) esecuzione del processo valutativo, analisi complessiva dei risultati ottenuti e definizione di una sintesi valutativa;
- i) predisposizione di questa Relazione.

1.6. Restrizioni all'uso di questa Relazione

Questa Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel §1.1. e previste dall'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), c.c., tenuto altresì conto di quanto precisato al §1.4..

Il Professionista non accetta alcuna responsabilità per danni derivanti dall'utilizzo non autorizzato o improprio di questa Relazione.

1.7. Principali difficoltà incontrate nello svolgimento dell'Incarico

Di seguito si richiamano le principali difficoltà incontrate nello svolgimento dell'Incarico:

- a) *Limiti insiti nei dati previsionali:* la stima del valore della Partecipazione è stata compiuta utilizzando, tra l'altro, dati previsionali che presentano per loro natura profili di incertezza. Nella fattispecie, l'incertezza è acuita dalla circostanza che essi sono stati tratti dalla Ricerca Integrae, i cui analisi finanziari estensori sono soggetti terzi rispetto alla Società senza accesso diretto ai dati interni di quest'ultima. La brevità del periodo di proiezione dei dati economici, patrimoniali e finanziari della Società elaborati dalla Ricerca Integrae può inoltre tradursi in una maggiore volatilità della stima valutativa applicando determinati metodi. Si segnala poi che mutamenti dello scenario macroeconomico e/o del settore specifico di appartenenza potrebbero modificare in maniera anche significativa gli assunti ed i presupposti alla base dei predetti dati prospettici, utilizzati ai fini di questa Relazione, i quali potrebbero quindi esserne fortemente influenzati;
- b) *Base dei dati e delle informazioni:* le analisi valutative sono state elaborate sulla base di dati, informazioni e documenti pubblicamente disponibili, fatta eccezione per la Situazione Contabile di Riferimento, senza aver avuto accesso al *management* di Palingeo. Il Professionista non ha svolto analisi di correttezza, completezza e accuratezza e declina, pertanto, ogni responsabilità in merito a tali informazioni riportate nella Relazione. Non è possibile escludere che una verifica indipendente di tali dati, informazioni e documenti avrebbe potuto portare a conclusioni valutative diverse da quelle raggiunte in questa Relazione;
- c) *Complessità delle metodologie e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione:* le stime effettuate risentono dei limiti e delle specificità proprie dei diversi metodi di valutazione utilizzati;
- d) *Difficoltà nell'individuazione di società realmente comparabili:* alcuni metodi valutativi presuppongono l'individuazione di un campione di società quotate comparabili a quella oggetto di valutazione da cui ricavare parametri, multipli, etc.. La comparabilità deve essere analizzata esaminando numerosi aspetti quali il settore di appartenenza, la tipologia di *business*, la dimensione, la copertura geografica, l'esposizione alle valute, la leva operativa, i tassi di crescita attesi, la struttura finanziaria, etc.. Nel caso di Palingeo non è stato possibile individuare una o più società quotate realmente comparabili sotto tutti gli

anzidetti profili;

- e) *Incertezza dell'attuale situazione congiunturale e volatilità dei mercati finanziari e del credito:* l'attuale contesto di mercato risulta caratterizzato da notevole incertezza imputabile al perdurare dei conflitti tra Russia e Ucraina e in Medio Oriente, unitamente agli annunci e alle delibere di politica fiscale effettuati da parte di Paesi *partner* commerciali dell'Unione Europea in tema di dazi. Tale contesto, la cui evoluzione non è prevedibile, è all'origine di un'elevata volatilità dei mercati azionari e del credito dai quali sono stati tratti anche dati e parametri utilizzati ai fini delle stime valutative contenute in questa Relazione. Qualora tale volatilità dovesse perdurare o incrementare, le valutazioni alla base di questa Relazione potrebbero esserne incise anche in misura significativa;
- f) *Ridotta liquidità del titolo Palingeo:* l'azione Palingeo è negoziata su Euronext Growth Milan, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.. In quanto tale, l'azione Palingeo non è quotata in un mercato regolamentato. Inoltre, la assai ridotta liquidità del titolo Palingeo riduce la significatività e la valenza dell'indicazione del valore della Società traibile dal prezzo di quotazione e non consente di effettuare adeguate analisi e verifiche nell'ambito del processo valutativo;
- g) *Presenza dei Warrant e relative difficoltà valutative:* i Warrant sono negoziati su Euronext Growth Milan e caratterizzati da limitata liquidità. Per il prezzo dei Warrant valgono dunque le medesime problematiche riguardanti il prezzo dell'azione Palingeo sopra evidenziate. In aggiunta, il prezzo/valore dei Warrant, data la loro natura di strumento derivato, dipende, tra l'altro, dal prezzo/valore delle azioni Palingeo. A sua volta, l'esercizio dei Warrant incide sul prezzo/valore delle azioni Palingeo *ex-post* nella misura in cui il prezzo delle nuove azioni oggetto della relativa sottoscrizione diverga dal prezzo/valore delle azioni Palingeo *ex-ante*. Pertanto, la loro presenza introduce un elemento di difficoltà nella valutazione della Partecipazione.

2. DESCRIZIONE DELLA PARTECIPAZIONE OGGETTO DEL CONFERIMENTO E DELLA SOCIETÀ

2.1. Oggetto del Conferimento

L'oggetto del Conferimento è la Partecipazione, rappresentata da n. 2.736.000 azioni ordinarie Palingeo detenute da F.L.S., pari a circa il 39,6% del capitale sociale totale della Società attualmente in circolazione.

2.2. Descrizione della Società e dell'attività da essa svolta

Palingeo è stata costituita in data 10 settembre 1999 in forma di società a responsabilità limitata. La Società ha, tra l'altro, modificato la propria forma giuridica ed ha assunto quella di società per azioni in data 9 novembre 2023.

Palingeo ha sede legale in Carpenedolo (BS), via Meucci n. 26, codice fiscale e partita IVA n. 02075900981, è iscritta al Registro delle Imprese della Camera di Commercio di Brescia, REA n. BS-412748, ed ha come settore prevalente di attività (ATECO) quello delle "altre attività di lavori speciali di costruzione nca".

Le azioni Palingeo e i Warrant sono ammessi alla negoziazione presso Euronext Growth Milan a decorrere dal 16 febbraio 2024. In sede di IPO⁽⁵⁾, sono state collocate n. 1.620.300 azioni ordinarie Palingeo di nuova emissione ad un prezzo di € 5,00 cadauna, per un controvalore al lordo degli oneri di quotazione di circa € 8,1 milioni.

Il capitale di Palingeo è attualmente pari a € 1.381.534 i.v. ed è composto da n. 6.907.670 azioni prive di valore nominale, di cui n. 1.282.500 azioni a voto plurimo, che danno diritto a n. 3 voti ciascuna, tutte detenute da F.L.S.⁽⁶⁾, e n. 5.625.170 azioni ordinarie. Tali dati tengono conto, dopo l'esercizio di n. 1.213.080 Warrant nel mese di dicembre 2024, della sottoscrizione di n. 303.270 nuove azioni ordinarie Palingeo ad un prezzo di emissione di € 5,50 cadauna, per un controvalore di circa € 1,7 milioni.

L'azionariato attuale della Società risulta composto come da seguente tabella 1.

Tabella 1 – azionariato attuale della Società

Azionista	N. azioni ordinarie	N. azioni a voto plurimo	N. azioni totali	Voti totali disponibili	% sulle azioni ordinarie	% sul totale azioni	% sul capitale votante
F.L.S. Holding S.r.l.	2.992.500	1.282.500	4.275.000	6.840.000	53,20%	61,89%	72,21%
Sergio Lippi	500.000	-	500.000	500.000	8,89%	7,24%	5,28%
Redfish Listing S.p.A.	225.000	-	225.000	225.000	4,00%	3,26%	2,38%
Mercato (flottante)	1.907.670	-	1.907.670	1.907.670	33,91%	27,62%	20,14%
- di cui Independence AM S.a.s.	288.000	-	288.000	288.000	5,12%	4,17%	3,04%
Totale azioni in circolazione	5.625.170	1.282.500	6.907.670	9.472.670	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: comunicato stampa di Palingeo del 29 gennaio 2025; elaborazioni del Professionista

⁽⁵⁾ Acronimo di *initial public offering*, corrispondente, a seconda dei casi, ad offerta pubblica di sottoscrizione (OPS) o offerta pubblica di vendita (OPV) o ad un *mix* di entrambe (OPVS) per effetto delle quali le azioni dell'emittente iniziano ad essere scambiate su un mercato regolamentato o su un sistema multilaterale di negoziazione.

⁽⁶⁾ Tali azioni saranno convertite in azioni ordinarie al momento del loro trasferimento ad I.CO.P. (cfr. §1.1.).

In occasione dell'ammissione delle azioni Palingeo su Euronext Growth Milan, la Società ha disposto l'assegnazione gratuita di n. 1 Warrant per ogni azione ordinaria Palingeo sottoscritta durante l'IPO. Inoltre, è stata successivamente deliberata l'assegnazione gratuita di n. 1 Warrant aggiuntivo per ogni azione ordinaria Palingeo detenuta alla *record date* del 14 maggio 2024.

Attualmente, i Warrant in circolazione ammontano a 5.729.120 e consentono la sottoscrizione di 1.432.280 azioni ordinarie della Società, in ragione di n. 1 azione ogni n. 4 Warrant. Nell'assunto che I.CO.P. promuova l'OPA Obbligatoria su Palingeo a seguito dell'esecuzione degli accordi con F.L.S., i Warrant potranno essere esercitati anticipatamente per la sottoscrizione delle azioni di compendio al prezzo di € 6,05 ciascuna⁽⁷⁾.

Il capitale *fully diluted* della Società, includendo anche l'emissione delle azioni di compendio al servizio dell'esercizio dei Warrant, è illustrato in tabella 2:

Tabella 2 – capitale *fully diluted* della Società

Azionista	N. azioni ordinarie	N. azioni a voto plurimo	N. azioni totali	Voti totali disponibili	% sulle azioni ordinarie	% sul totale azioni	% sul capitale votante
Capitale esistente	5.625.170	1.282.500	6.907.670	9.472.670	79,71%	82,83%	86,87%
Azioni di compendio	1.432.280	-	1.432.280	1.432.280	20,29%	17,17%	13,13%
Totale <i>fully diluted</i>	7.057.450	1.282.500	8.339.950	10.904.950	100,00%	100,00%	100,00%

Fonte: comunicato stampa di Palingeo del 29 gennaio 2025, regolamento Warrant, elaborazioni del Professionista

La composizione degli organi sociali di Palingeo, in carica fino all'approvazione del bilancio al 31 dicembre 2025, dell'organismo di vigilanza ex D.Lgs. 231/2001 e il nominativo del soggetto incaricato della revisione legale dei conti sono riportati in tabella 3.

Tabella 3 – organi sociali di Palingeo, soggetto incaricato della revisione legale e OdV

Consiglio di Amministrazione	Collegio Sindacale	Revisione legale
L. Spada (Presidente e A.D.) P. Franzoni (Consigliere Delegato) G. Lippi (Consigliere Delegato) S. Lippi (Consigliere Delegato) A. Minelli (Consigliere Delegato) A. Dell'Acqua (Consigliere indipendente) A. Coppola (Consigliera indipendente)	L. Vannini (Presidente) R. Corti (Sindaco effettivo) F. Gitti (Sindaco effettivo) N. Brangi (Sindaco supplente) L. Fioravanti (Sindaco supplente)	WP Partners S.r.l.
		Organismo di Vigilanza
		E. Vecchio (Presidente) R. Caso A. Repetto

Fonte: sito web di Palingeo, estrazione del 5 luglio 2025

I signori Spada, Franzoni e Gianbattista Lippi, consiglieri di amministrazione esecutivi di Palingeo, detengono congiuntamente il 100% di F.L.S., la società che controlla Palingeo, ciascuno con una quota di partecipazione del 33,33%.

* * *

Palingeo è una società attiva nei settori della geotecnica e della geognostica, con un consolidato *know-how* nella realizzazione di opere edili, infrastrutturali e di consolidamento del terreno. La Società opera con un approccio integrato e altamente specializzato, rivolto sia al comparto pubblico sia a quello privato, con interventi mirati alla stabilizzazione, impermeabilizzazione e messa in sicurezza di aree soggette a sollecitazioni geotecniche.

⁽⁷⁾ Cfr. regolamento Warrant, artt. 1, 4 e 7.

La Società esegue le proprie attività su commessa. Le commesse sono acquisite prevalentemente attraverso gare d'appalto – anche in forma di ATI – o in qualità di subappaltatore. L'offerta di Palingeo copre un ampio spettro di tecnologie e interventi, tra cui: micropali, mediopali, ancoraggi, *jet grouting*, iniezioni di consolidamento, diaframmi, pali trivellati, pali C.F.A. (*Continuous Flight Auger*), pali C.S.P. (*Cased Secant Piles*) e infilaggi. Queste lavorazioni rientrano nelle cosiddette “opere speciali”, tra cui anche fondazioni complesse, consolidamento di pareti rocciose e scarpate, restauro strutturale, realizzazione di parcheggi interrati, infrastrutture idriche e difesa del suolo.

Oltre agli interventi operativi, la Società offre servizi tecnici di supporto, come indagini geologiche, prove in sito e analisi geotecniche, funzionali alla progettazione e alla corretta esecuzione delle opere. L'assetto operativo è sostenuto da un parco attrezzature che permette la gestione simultanea di molteplici cantieri, anche complessi, su scala nazionale.

La struttura organizzativa è composta da un *team* multidisciplinare di tecnici, ingegneri e geologi con competenze trasversali e formazione continua, che è in grado di gestire progetti diversificati in termini di complessità, tempistiche e ambiti di intervento.

Nella sede legale a Carpenedolo (BS) sono concentrate le funzioni amministrative e tecniche. Il principale polo operativo è situato a Casalmoro (MN), su una superficie di oltre 12.900 mq, con officina, reparto saldatura, magazzino attrezzature e piazzale deposito. Completano la rete logistica e operativa gli stabilimenti di Montichiari (BS), Corteno Golgi (BS) e Fiumedinisi (ME), quest'ultimo destinato al supporto dei lavori sul raddoppio della linea ferroviaria Messina–Catania.

La Società opera sull'intero territorio nazionale, sviluppando progetti per una clientela composta da enti pubblici (Comuni, Province, Regioni, Ministeri), *general contractor* attivi nel settore delle opere pubbliche e infrastrutturali, sviluppatori immobiliari e imprese private industriali o commerciali. I progetti riguardano la costruzione o l'ammodernamento di strade, autostrade, ferrovie, ponti, gallerie, scuole, ospedali, impianti energetici, parchi eolici e solari, centrali idroelettriche e opere di regimentazione idraulica.

La Società risulta in possesso dal 2001 dell'attestato di qualificazione CQOP SOA (Costruttori Qualificati Opere Pubbliche) per le opere di ingegneria edile e di consolidamento geologico nelle categorie elencate in tabella 4.

Tabella 4 – categorie per le quali Palingeo ha ottenuto l'attestato di qualificazione CQOP SOA

	Categoria	Classifica	Livelli di importo
OG1	Edifici civili e industriali	I	fino a € 258.000
OG3	Strade, autostrade, ponti, viadotti, ferrovie, metropolitane	III BIS	fino a € 1.500.000
OG4	Opere d'arte nel sottosuolo	I	fino a € 258.000
OG6	Acquedotti, gasdotti, oleodotti, opere di irrigazione e di evacuazione	IV-BIS	fino a € 3.500.000
OG8	Opere fluviali, di difesa, di sistemazione idraulica e di bonifica	III	fino a € 1.033.000
OG12	Opere ed impianti di bonifica e protezione ambiente	I	fino a € 258.000
OS 21	Opere strutturali speciali	VIII	illimitato
OS 34	Sistemi antirumore per infrastrutture di mobilità	IV	fino a € 2.582.000

Fonte: estratto dal documento di ammissione alle negoziazioni all'Euronext Growth Milan, pag. 110

La Società risulta altresì iscritta nell'Albo Nazionale Gestori Ambientali nella categoria 9B (in ragione dell'attività di bonifica dei siti), classe "b", e risulta quale operatore qualificato da RFI-Gruppo Ferrovie dello Stato per la realizzazione di lavori di opere civili su linee ferroviarie in esercizio (SQ-011), per la categoria di specializzazione LOC-001 (opere civili alla sede ferroviaria) e per la classe di importo 2 (fino a € 1.000.000,00).

Inoltre, Palingeo vanta l'ottenimento delle seguenti certificazioni ISO:

- certificazione ISO 9001 (Sistemi di gestione per la qualità): definisce i requisiti di un sistema di gestione per la qualità per un'organizzazione – ottenuta dal 2018;
- certificazione ISO 14001 (Sistemi di gestione ambientale): tutela la fiducia nella capacità di un'organizzazione di adempiere la propria politica ambientale e di rispettare le leggi applicabili per limitare l'inquinamento e per migliorare costantemente la propria prestazione – ottenuta dal 2019;
- certificazione ISO 45001 (Sistemi per la gestione e la sicurezza): definisce gli *standard* minimi di buona pratica per la protezione dei lavoratori in tutto il mondo – ottenuta dal 2018;
- certificazione SA8000 (certificazione etica): focalizzata sulle condizioni di lavoro, viene riconosciuta alle aziende che si distinguono per il loro impegno nello sviluppo sostenibile e in particolare per le tematiche sociali – ottenuta dal 2018.

2.3. Andamento economico, patrimoniale e finanziario di Palingeo nel triennio 2022-2024

In questo paragrafo viene effettuato un esame dei bilanci di Palingeo relativi al periodo 2022-2024. Tali bilanci sono stati redatti applicando i principi contabili nazionali e sono stati approvati dalle assemblee della Società con parere positivo del Collegio Sindacale e corredati di relazione di revisione legale con giudizi positivi, senza eccezioni né rilievi.

La seguente tabella 5 mostra l'andamento economico di Palingeo negli esercizi 2022-2024

e il CAGR⁽⁸⁾ di periodo dei principali indicatori.

Tabella 5 – andamento economico di Palingeo nel periodo 2022-2024

Conto Economico - importi in € '000	2022		2023		2024		CAGR '22-'24
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	51.021	96%	58.497	95%	62.989	93%	
Var. rimanenze di prodotti in corso di lav., etc.	(38)	0%	-	0%	-	0%	
Variazioni dei lavori in corso su ordinazione	(365)	-1%	(281)	0%	2.310	3%	
Altri ricavi e proventi	2.655	5%	3.293	5%	2.194	3%	
Valore della produzione	53.274	100%	61.508	100%	67.494	100%	12,6%
<i>Variazione annua</i>			15,5%		9,7%		
Costi per materie prime, sussidiarie, etc.	(21.800)	-41%	(21.499)	-35%	(21.827)	-32%	
Costi per servizi	(7.747)	-15%	(8.786)	-14%	(10.451)	-15%	
Costi per godimento di beni di terzi	(3.992)	-7%	(4.667)	-8%	(4.877)	-7%	
Variazioni delle rimanenze di mat. prime, etc.	219	0%	(299)	0%	-	0%	
Accantonamento per rischi	(400)	-1%	-	0%	-	0%	
Oneri diversi di gestione	(903)	-2%	(257)	0%	(554)	-1%	
Costi operativi verso terzi	(34.624)	-65%	(35.506)	-58%	(37.708)	-56%	4,4%
Valore aggiunto	18.650	35%	26.002	42%	29.785	44%	26,4%
Costi per il personale	(11.094)	-21%	(12.865)	-21%	(14.842)	-22%	15,7%
EBITDA	7.556	14%	13.137	21%	14.944	22%	40,6%
<i>Variazione annua</i>			73,9%		13,8%		
Ammortamento delle imm.ni immateriali	(464)	-1%	(464)	-1%	(464)	-1%	
Ammortamento delle imm.ni materiali	(1.521)	-3%	(1.768)	-3%	(2.644)	-4%	
Svalutazione dei crediti nell'attivo circolante	(149)	0%	(1.434)	-2%	(500)	-1%	
Totale ammortamenti e svalutazioni	(2.133)	-4%	(3.666)	-6%	(3.607)	-5%	30,0%
EBIT	5.423	10%	9.471	15%	11.336	17%	44,6%
<i>Variazione annua</i>			74,7%		19,7%		
Oneri finanziari netti	(133)	0%	(496)	-1%	(645)	-1%	
Rettifiche di attività e passività finanziarie	27	0%	(16)	0%	(8)	0%	
Utile ante imposte	5.317	10%	8.959	15%	10.683	16%	41,7%
Imposte (correnti+differite e anticipate)	(1.678)	-3%	(2.253)	-4%	(3.064)	-5%	
<i>Tax rate</i>	31,6%		25,1%		28,7%		
Utile dell'esercizio	3.639	7%	6.706	11%	7.620	11%	44,7%
<i>Variazione annua</i>			84,3%		13,6%		

Fonte: bilanci 2022, 2023 e 2024 di Palingeo; elaborazioni del Professionista

A commento della tabella 5 si osserva quanto segue:

- il valore della produzione è stato interessato da una crescita, trainata dai ricavi, ad un CAGR 2022-2024 pari al 12,6%. Gli “altri ricavi e proventi”, che sono parte del valore della produzione, accolgono, tra le altre, voci di natura straordinaria o non ricorrente, quali sopravvenienze attive e plusvalenze patrimoniali;
- i costi operativi sono nel complesso incrementati in misura inferiore al valore della produzione evidenziando andamenti diversi delle relative determinanti: mentre i costi per servizi e i costi per godimento beni di terzi sono cresciuti a tassi sostanzialmente in linea con quelli del valore della produzione, i costi per materie prime sono rimasti costanti. Si segnala in merito che gli “oneri di gestione” accolgono, tra gli altri, costi di natura straordinaria o non ricorrente;

⁽⁸⁾ Acronimo di *compounded annual growth rate* (tasso di crescita composto annuo).

- c) in virtù di quanto sopra, il valore aggiunto è incrementato nel periodo a tassi più che doppi (CAGR pari al 26,4%) rispetto al valore della produzione (CAGR pari al 12,6%);
- d) l'EBITDA⁽⁹⁾ ha registrato una crescita ancora più significativa, risultando sostanzialmente raddoppiato tra il 2022 e il 2024. Tale incremento riflette l'effetto combinato del marcato aumento del valore aggiunto e di una crescita più contenuta del costo del personale. Questo andamento sembra evidenziare l'efficace utilizzo della leva operativa da parte del *management* grazie all'accrescimento dimensionale della Società;
- e) l'EBIT⁽¹⁰⁾ ha mostrato un andamento ancor migliore dell'EBITDA, pur in presenza di ammortamenti che risentono degli importanti investimenti effettuati nel triennio, in particolare nel 2024;
- f) l'utile netto è più che raddoppiato, anche grazie alla riduzione del *tax rate*⁽¹¹⁾ che ha controbilanciato l'incremento degli oneri finanziari.

Sulla base delle informazioni contenute nei bilanci 2022-2024, la seguente tabella 6 riporta una ricostruzione dei proventi e degli oneri che, applicando criteri generalmente accettati dalla prassi professionale⁽¹²⁾, sembrano avere natura non ricorrente e una stima dell'EBITDA neutralizzato del loro importo netto.

Tabella 6 – stima degli oneri e proventi non ricorrenti e dell'EBITDA rettificato 2022-2024

Componenti non ricorrenti - importi in € '000	2022	2023	2024
Plusvalenze patrimoniali	148	53	521
Soprawvenienze attive	670	541	309
Risarcimenti e rimborsi assicurativi	453	55	74
Totale proventi non ricorrenti	1.271	649	904
Minusvalenze patrimoniali	(13)	(1)	(25)
Soprawvenienze passive	(228)	(19)	(225)
Multe e ammende	(27)	(30)	(52)
Sanzioni	(30)	(109)	(5)
Compensi a terzi per quotazione	-	-	(807)
Totale oneri non ricorrenti	(298)	(158)	(1.113)
Proventi (oneri) netti non ricorrenti	973	491	(210)

Stima EBITDA rettificato - importi in € '000	2022	2023	2024	CAGR '22-'24
EBITDA "reported" (tabella 5)	7.556	13.137	14.944	40,6%
Neutralizzazione (proventi)/oneri non ricorrenti	(973)	(491)	210	
EBITDA rettificato	6.583	12.647	15.153	51,7%

Fonte: bilanci 2022, 2023 e 2024 di Palingeo; elaborazioni del Professionista

Dalla tabella 6 si evince che, in assenza di componenti non ricorrenti, l'EBITDA rettificato sarebbe cresciuto a tassi ancor più significativi di quelli in precedenza commentati per l'EBITDA

⁽⁹⁾ Acronimo di *earnings before interest, depreciation, amortization and taxes*, corrispondente al margine operativo lordo.

⁽¹⁰⁾ Acronimo di *earnings before interest, depreciation and amortization*, corrispondente al reddito operativo.

⁽¹¹⁾ Il *tax rate* corrisponde a: imposte/utile ante-imposte.

⁽¹²⁾ Cfr. CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, Documento di Ricerca "*Ebitda e PFN a fini valutativi e negoziali*", marzo 2024.

“reported” esposto in tabella 5.

La seguente tabella 7 mostra la situazione patrimoniale di Palingeo riclassificata secondo il criterio di pertinenza gestionale alla data di chiusura (i.e. 31 dicembre) degli esercizi 2022, 2023 e 2024 unitamente ad alcuni indicatori di struttura finanziaria e di redditività che consentono di effettuare un raccordo con i dati economici esposti in tabella 5.

Tabella 7 – andamento patrimoniale e dei principali indicatori di Palingeo nel periodo 2022-2024

Stato Patrimoniale - importi in € '000	2022	2023	2024
Immobilizzazioni immateriali	7.997	7.185	6.753
Immobilizzazioni materiali	6.142	7.237	17.329
Immobilizzazioni finanziarie	231	152	104
Immobilizzazioni	14.370	14.574	24.186
Rimanenze	702	122	2.431
Crediti verso clienti	32.991	37.163	36.250
Crediti tributari	3.911	6.294	5.145
Imposte anticipate	-	437	572
Crediti verso altri	873	1.365	399
Attività finanziarie non immobilizzate	2	3	3
Ratei e risconti attivi	721	1.137	1.191
Acconti	(2.477)	(698)	(538)
Debiti verso fornitori	(18.314)	(16.355)	(13.627)
Debiti tributari	(1.502)	(1.385)	(951)
Debiti verso istituti di previdenza	(531)	(1.271)	(716)
Altri debiti	(1.196)	(1.570)	(1.189)
Ratei e risconti passivi	(1.244)	(3.723)	(2.008)
Capitale circolante netto (C.C.N.)	13.935	21.518	26.963
Fondi per rischi e oneri	(2.439)	(2.312)	(2.191)
T.F.R.	(1.700)	(1.798)	(1.949)
Fondi	(4.139)	(4.110)	(4.141)
Capitale investito netto (C.I.N.)	24.166	31.982	47.009
Capitale	1.000	1.000	1.382
Riserva sovrapprezzo	350	350	9.658
Riserve di rivalutazione	5.768	5.768	5.768
Riserva legale	200	200	200
Riserva straordinaria	6.452	10.091	16.796
Riserva per operazioni di copertura	96	48	18
Utile (perdita) dell'esercizio	3.639	6.706	7.620
Patrimonio netto	17.505	24.162	41.442
Disponibilità liquide	(4.154)	(7.785)	(9.003)
Debiti verso banche	10.706	15.500	14.495
Debiti verso altri finanziatori	108	104	74
Posizione finanziaria netta (P.F.N.)	6.661	7.820	5.566
Coperture	24.166	31.982	47.009

Indicatori	2022	2023	2024
D/(D+E)	27,6%	24,4%	11,8%
D/E	0,4x	0,3x	0,1x
C.C.N./valore della produzione	26,2%	35,0%	39,9%
EBIT Margin (ROS)	10,2%	15,4%	16,8%
Tasso di rotazione del capitale investito netto	2,2x	1,9x	1,4x
ROCE	22,4%	29,6%	24,1%
ROE	20,8%	27,8%	18,4%

Fonte: bilanci 2022, 2023 e 2024 di Palingeo; elaborazioni del Professionista

A commento della tabella 7 sopra riportata si osserva quanto segue.

- a) il capitale investito netto è sostanzialmente raddoppiato nell'arco di due anni, passando da circa € 24,2 milioni a circa € 47,0 milioni (+€ 22,8 milioni) per effetto di quanto segue:
- (i) investimenti in immobilizzazioni materiali intervenuti principalmente nel 2024. Il bilancio 2024 indica che essi sono prevalentemente ascrivibili ad acquisto di impianti e macchinari per circa € 11,8 milioni (al lordo di alienazioni per importi di circa € 0,2 milioni);
 - (ii) espansione del capitale circolante netto⁽¹³⁾ più che proporzionale rispetto alla crescita del fatturato, a cui concorrono un insieme di fattori, tra i quali l'incremento dei lavori in corso su ordinazione, la crescita dei crediti verso clienti in corrispondenza dell'aumento del volume di attività, la riduzione dei termini di pagamento dei fornitori. L'indicatore C.C.N./valore della produzione, che riflette tale tendenza, passa dal 26,2% nel 2022 al 39,9% nel 2024;
 - (iii) una complessiva stabilità dei fondi, con andamenti opposti del fondo imposte differite, all'interno dei fondi rischi e oneri, in progressiva riduzione⁽¹⁴⁾, e del T.F.R., in aumento. Resta invariato l'ammontare di € 0,4 milioni, relativo a cause in corso, iscritto negli "altri fondi" all'interno del fondo rischi e oneri⁽¹⁵⁾;
- b) all'incremento del capitale investito netto si è contrapposta una crescita di pari misura dell'EBIT, con il ROCE⁽¹⁶⁾ che rimane nel complesso costante tra il 2022 e il 2024, dopo un picco nel 2023. Le determinanti di tale indicatore assumono però andamenti divergenti: il ROS⁽¹⁷⁾ è crescente, mentre il tasso di rotazione del capitale investito⁽¹⁸⁾ è declinante;
- c) l'andamento delle fonti evidenzia che l'incremento del capitale investito netto sopra

⁽¹³⁾ Si segnala a tal proposito alcune diverse riclassificazioni effettuate nel bilancio 2024 con riferimento agli ammontari iscritti nelle voci "crediti verso altri" e "debiti verso istituti di previdenza e di sicurezza sociale" relativi all'esercizio 2023 rispetto ai corrispondenti dati originariamente contenuti nel bilancio 2023.

⁽¹⁴⁾ Tale fondo è stato iscritto nel 2020 in contropartita alla rivalutazione del marchio cui è stata data valenza civilistica, ma non fiscale.

⁽¹⁵⁾ La nota integrativa al bilancio 2024 di Palingeo, a commento della voce "Fondi per rischi e oneri", riporta in merito quanto segue: "Al 31 dicembre 2024 sono in essere alcune cause penali nei confronti di alcuni amministratori per incidenti accaduti a dipendenti della società nel corso dello svolgimento dell'attività lavorativa. Per tali fatti risultano attive adeguate polizze assicurative. La voce "Altri fondi" è relativa al fondo rischi per cause in corso per un ammontare pari a Euro 400.000".

⁽¹⁶⁾ Acronimo di *return on capital employed* (EBIT/capitale investito netto).

⁽¹⁷⁾ Acronimo di *return on sales* (EBIT/valore della produzione). Equivale all'EBIT Margin.

⁽¹⁸⁾ Valore della produzione/capitale investito netto.

commentato è stato più che coperto dall'aumento dei mezzi propri, pari a € 23,9 milioni. Al riguardo si osserva in particolare che:

- (i) l'incremento dei mezzi propri è ascrivibile alla ritenzione degli utili 2023-2024 per € 14,3 milioni e all'emissione nel 2024 di aumenti di capitale con sovrapprezzo per € 9,6 milioni in occasione dell'IPO e dell'esercizio di Warrant;
- (ii) la posizione finanziaria netta debitoria si contrae nel periodo di circa € 1,1 milioni, evidenziando disponibilità liquide a fine 2024 pari a € 9,0 milioni. Tale giacenza appare significativa sia in valori assoluti, sia in relazione all'indebitamento finanziario lordo (pari € 14,5 milioni);
- (iii) da quanto sopra deriva che i rapporti $D/(D+E)^{(19)}$ e $D/E^{(20)}$ sono in progressiva flessione. Al contenimento della leva finanziaria si contrappone tuttavia un incremento degli oneri finanziari;
- (iv) il ROE⁽²¹⁾, dopo un risultato particolarmente positivo nel 2023, risulta in contrazione nel 2024, pur mantenendosi su livelli apprezzabili.

La seguente tabella 8 riporta per completezza l'andamento dei flussi di cassa nel periodo 2022-2024 attraverso l'elaborazione di un rendiconto finanziario sintetico.

Tabella 8 – flussi di cassa di Palingeo nel periodo 2022-2024

Rendiconto finanziario - importi in € '000	2022	2023	2024	Cum. '22-'24
EBITDA	7.556	13.137	14.944	35.637
Svalutazioni crediti riflesse nel C.C.N.	(149)	(1.434)	(500)	(2.083)
Variazione del C.C.N.	(1.065)	(7.584)	(5.445)	(14.093)
Variazione dei fondi	601	(29)	31	602
Imposte	(1.678)	(2.253)	(3.064)	(6.995)
Flusso di cassa della gestione corrente	5.265	1.837	5.966	13.068
Investimenti netti	(2.971)	(2.435)	(12.719)	(18.126)
Flusso di cassa operativo netto	2.294	(598)	(6.754)	(5.058)
Variazione debiti finanziari	964	4.790	(1.035)	4.718
Variazioni di patrimonio netto	96	(48)	9.660	9.708
Oneri finanziari netti	(133)	(496)	(645)	(1.274)
Altre rettifiche	27	(16)	(8)	3
Flusso di cassa netto	3.248	3.631	1.218	8.097
Disponibilità liquide _{t-1}	905	4.154	7.785	905
Disponibilità liquide _{t-0}	4.154	7.785	9.003	9.003

Fonte: bilanci 2022, 2023 e 2024 di Palingeo; elaborazioni del Professionista

A commento della tabella 8 si osserva quanto segue:

- a) l'EBITDA generato da Palingeo nel periodo al netto delle imposte (pari a circa € 28,6 milioni), per quanto significativo e progressivamente crescente, non è stato in grado di coprire interamente gli impieghi netti di C.C.N. (ivi incluse le svalutazioni di crediti) e fondi

⁽¹⁹⁾ Acronimo di *debt/(debt+equity)* (P.F.N./capitale investito netto).

⁽²⁰⁾ Acronimo di *debt/equity* (P.F.N./patrimonio netto).

⁽²¹⁾ Acronimo di *return on equity* (utile netto/patrimonio netto).

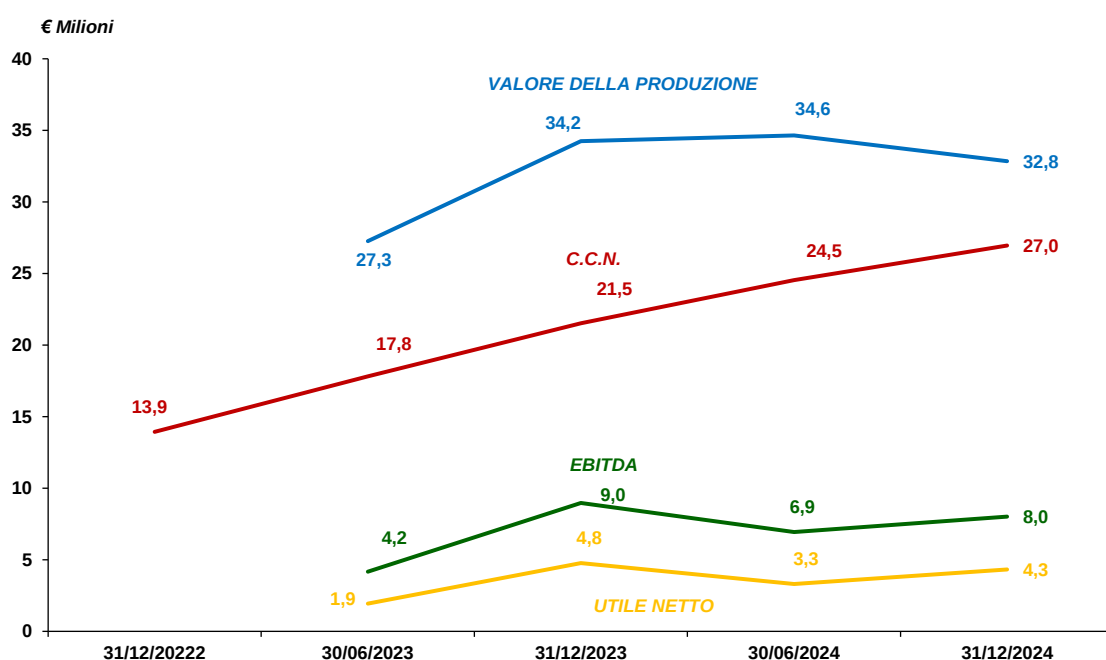
e gli investimenti intervenuti nel 2023 e, soprattutto, nel 2024 (pari complessivamente a € 33,7 milioni);

- b) il flusso di cassa operativo netto cumulato del triennio è dunque risultato negativo per circa € 5,1 milioni, circostanza che sembra suggerire che gli investimenti effettuati da Palingeo possano non aver ancora trovato pieno ritorno nei flussi di cassa generati dalla Società e che la stessa possa ancora trovarsi in fase di sviluppo;
- c) come si è visto, le operazioni di aumento di capitale effettuate nel 2024 hanno ampiamente coperto il fabbisogno finanziario generato dalla gestione operativa.

Sono state infine esaminate le relazioni semestrali 2023 (quest'ultima priva dei dati di raffronto con il corrispondente periodo 2022) e 2024 al fine di osservare l'impatto di eventuali fenomeni di stagionalità su alcuni dei principali indicatori economico-patrimoniali della Società.

La figura 1 sotto riportata espone l'andamento nei singoli semestri del valore della produzione, dell'EBITDA, dell'utile netto (dati economici di flusso)⁽²²⁾ e del C.C.N. (dato patrimoniale di stato).

Figura 1 – andamento semestrale di valore della produzione, EBITDA, utile netto e C.C.N. 2023-2024



Fonte: bilanci 2022, 2023 e 2024 e relazioni semestrali 2023 e 2024 di Palingeo; elaborazioni del Professionista

Dall'analisi della figura 1 sopra esposta si ricava quanto segue:

- a) l'andamento delle variabili economiche rappresentate dal valore della produzione, dall'EBITDA e dall'utile netto, pur non perfettamente allineato tra loro, non evidenzia picchi o flessioni sistematicamente concentrati o con la medesima ricorrente intensità, in specifici semestri. Ciò sembra indicare una sostanziale assenza di fenomeni di stagionalità;

⁽²²⁾ I dati riferiti al secondo semestre sono stati calcolati sottraendo dai risultati riportati nel bilancio del relativo esercizio i corrispondenti risultati esposti nella relazione semestrale.

- b) Il C.C.N. evidenzia una traiettoria lineare e crescente, che rafforza l'ipotesi di una limitata incidenza di effetti stagionali. Tale andamento risulta coerente con le precedenti considerazioni circa la crescente rilevanza degli impieghi in C.C.N. per la Società.

2.4. La Situazione Contabile di Riferimento

Di seguito vengono riportati in tabella 9 i dati economici registrati da Palingeo nel periodo compreso tra il 1° gennaio e il 30 aprile 2025, a cui sono stati affiancati i dati relativi all'intero esercizio 2024 e quelli teoricamente ottenibili assumendo una proiezione lineare dei risultati conseguiti nel primo quadrimestre 2025. Quest'ultima elaborazione è riportata a soli fini illustrativi e con il solo proposito di trarre indicazioni intorno all'esistenza di possibili fenomeni di discontinuità rispetto agli andamenti economici osservati negli esercizi 2022-2024.

Tabella 9 – Situazione Contabile di Riferimento – dati economici

Conto Economico - importi in € '000	12m 2024		I quadr. 2025		12m 2025 proiezione lineare I quadr. 2025	
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	62.989	93%	25.161	101%	75.482	101%
Var. rimanenze di prodotti in corso di lav., etc.	-	0%	-	0%	-	0%
Variazioni dei lavori in corso su ordinazione	2.310	3%	(972)	-4%	(2.917)	-4%
Altri ricavi e proventi	2.194	3%	636	3%	1.908	3%
Valore della produzione	67.494	100%	24.824	100%	74.473	100%
Costi per materie prime, sussidiarie, etc.	(21.827)	-32%	(8.928)	-36%	(26.785)	-36%
Costi per servizi	(10.451)	-15%	(3.920)	-16%	(11.759)	-16%
Costi per godimento di beni di terzi	(4.877)	-7%	(1.648)	-7%	(4.945)	-7%
Variazioni delle rimanenze di mat. prime, etc.	-	0%	-	0%	-	0%
Accantonamento per rischi	-	0%	-	0%	-	0%
Oneri diversi di gestione	(554)	-1%	(66)	0%	(198)	0%
Costi operativi verso terzi	(37.708)	-56%	(14.562)	-59%	(43.687)	-59%
Valore aggiunto	29.785	44%	10.262	41%	30.786	41%
Costi per il personale	(14.842)	-22%	(5.838)	-24%	(17.513)	-24%
EBITDA	14.944	22%	4.424	18%	13.273	18%
Ammortamento delle imm.ni immateriali	(464)	-1%	(152)	-1%	(455)	-1%
Ammortamento delle imm.ni materiali	(2.644)	-4%	(1.304)	-5%	(3.913)	-5%
Svalutazione dei crediti nell'attivo circolante	(500)	-1%	-	0%	-	0%
Totale ammortamenti e svalutazioni	(3.607)	-5%	(1.456)	-6%	(4.368)	-6%
EBIT	11.336	17%	2.968	12%	8.904	12%
Oneri finanziari netti	(645)	-1%	(104)	0%	(313)	0%
Rettifiche di attività e passività finanziarie	(8)	0%	-	0%	-	0%
Utile ante imposte	10.683	16%	2.864	12%	8.591	12%
Imposte (correnti+deferite e anticipate)	(3.064)	-5%	(812)	-3%	(2.435)	-3%
Tax rate	28,7%		28,3%		28,3%	
Utile dell'esercizio	7.620	11%	2.052	8%	6.156	8%

Fonte: bilancio 2024 e Situazione Contabile di Riferimento di Palingeo; elaborazioni del Professionista

Dalla tabella 9 si desume un andamento del I quadrimestre 2025 generalmente positivo.

Assumendone la proiezione lineare sull'intero esercizio 2025, il valore della produzione risulterebbe in tendenziale crescita rispetto al 2024,

La marginalità appare apprezzabile, pur evidenziandosi che il dato dell'EBITDA *Margin* risulta in flessione di circa 4 punti percentuali, dal 22% al 18%, e quello dell'EBIT *Margin* è in contrazione di circa 5 punti percentuali, dal 17% al 12%.

La proiezione lineare dell'utile netto del I quadrimestre 2025 sull'intero esercizio suggerirebbe una sua riduzione rispetto all'anno precedente. Tuttavia, l'andamento non univoco osservato in figura 1 per gli anni 2023 e 2024 non fornisce ragionevole certezza che una tale evoluzione possa effettivamente avere luogo in quei termini.

In conclusione, pur in presenza di una contrazione della marginalità di alcuni punti percentuali, nel I quadrimestre 2025 non sembrano essere emersi fenomeni che indichino un'evidente discontinuità rispetto ai risultati osservati nel passato.

Per completezza, si segnala che anche in tale periodo sono stati rilevati componenti non ricorrenti, con la registrazione di proventi netti pari a circa € 87 migliaia⁽²³⁾. L'EBITDA rettificato per tali componenti risulterebbe pari a € 4.337 migliaia (i.e. 4.424 – 87).

Di seguito viene riportata in tabella 10 la situazione patrimoniale alla Data di Riferimento del 30 aprile 2025 riclassificata secondo il criterio di pertinenza gestionale, cui sono affiancati i corrispondenti dati al 31 dicembre 2024. In calce ad essa sono riportati i medesimi indicatori utilizzati e commentati al §2.3..

⁽²³⁾ Pari alla somma algebrica di (+) plusvalenze patrimoniali di € 55 migliaia (+) sopravvenienze attive di € 46 migliaia (+) risarcimenti e rimborsi assicurativi di € 13 migliaia (-) minusvalenze e sopravvenienze passive di € 1 migliaia (-) multe e ammende di € 11 migliaia (-) sanzioni di € 13 migliaia.

Tabella 10 – Situazione Contabile di Riferimento – dati patrimoniali

Stato Patrimoniale	31/12/2024	30/04/2025
Immobilizzazioni immateriali	6.753	6.601
Immobilizzazioni materiali	17.329	21.455
Immobilizzazioni finanziarie	104	107
Immobilizzazioni	24.186	28.163
Rimanenze	2.431	1.459
Crediti verso clienti	36.250	38.502
Crediti tributari	5.145	7.589
Imposte anticipate	572	572
Crediti verso altri	399	737
Attività finanziarie non immobilizzate	3	3
Ratei e risconti attivi	1.191	1.303
Acconti	(538)	(1.724)
Debiti verso fornitori	(13.627)	(13.542)
Debiti tributari	(951)	(1.785)
Debiti verso istituti di previdenza	(716)	(1.232)
Altri debiti	(1.189)	(1.579)
Ratei e risconti passivi	(2.008)	(3.696)
Capitale circolante netto (C.C.N.)	26.963	26.609
Fondi per rischi e oneri	(2.191)	(2.154)
T.F.R.	(1.949)	(2.024)
Fondi	(4.141)	(4.178)
Capitale investito netto (C.I.N.)	47.009	50.594
Capitale	1.382	1.382
Riserva sovrapprezzo	9.658	9.658
Riserve di rivalutazione	5.768	5.768
Riserva legale	200	200
Riserva straordinaria	16.796	24.416
Riserva per operazioni di copertura	18	18
Utile (perdita) dell'esercizio	7.620	2.052
Patrimonio netto	41.442	43.494
Disponibilità liquide	(9.003)	(10.931)
Debiti verso banche	14.495	17.971
Debiti verso altri finanziatori	74	60
Posizione finanziaria netta (P.F.N.)	5.566	7.100
Coperture	47.009	50.594

Indicatori	12m 2024	I quadr. 2025
D/(D+E)	11,8%	14,0%
D/E	0,1x	0,2x
C.C.N./valore della produzione (*)	39,9%	35,7%
EBIT Margin (ROS)	16,8%	12,0%
Tasso di rotazione del capitale inv. netto (*)	1,4x	1,5x
ROCE (*)	24,1%	17,6%
ROE (*)	18,4%	14,2%

(*) rapporto che utilizza il corrispondente dato economico annualizzato come da proiezione lineare dei risultati del I quadr. 2025 (cfr. tabella 9)

Fonte: bilancio 2024 e Situazione Contabile di Riferimento di Palingeo; elaborazioni del Professionista

A commento della tabella 10 si osserva quanto segue:

- a) il capitale investito netto è interessato da un ulteriore incremento per circa € 3,6 milioni rispetto al dato di fine 2024, per effetto di nuovi investimenti in immobilizzazioni materiali, prevalentemente attribuibili ad impianti e macchinari. Diversamente dal *trend* 2023-2024, il C.C.N. sembra essersi stabilizzato su importi in linea con quelli di fine anno precedente;
- b) l'aumento del capitale investito netto è stato coperto con l'utile di periodo, pari a € 2,1 milioni, e una crescita dell'indebitamento finanziario netto, pari a € 1,5 milioni;
- c) sia gli indicatori di struttura finanziaria sia gli indicatori di redditività mostrano un lieve peggioramento, permanendo in ogni caso entrambi su livelli apprezzabili.

Anche sotto i profili qui esaminati, non sembrano ravvisarsi fenomeni di evidente discontinuità rispetto agli ultimi esercizi.

2.5. Le previsioni economiche, patrimoniali e finanziarie 2025-2027 relative a Palingeo contenute nella Ricerca Integrae

Come riferito, il Professionista non ha avuto accesso al *management* di Palingeo e non ha pertanto potuto disporre del più recente piano industriale da esso predisposto.

Le previsioni economiche, patrimoniali e finanziarie utilizzate ai fini di questa Relazione sono state dunque tratte dalla Ricerca Integrae, fonte terza rispetto alla Società e pubblicamente disponibile. Si richiamano in merito le considerazioni esposte al §1.4. e §1.7..

Nella seguente tabella 11 sono riportati i dati economici consuntivi 2023-2024 e previsionali 2025-2027 contenuti nella Ricerca Integrae, cui sono affiancati i CAGR 2024-2027 dei principali indicatori.

Tabella 11 – dati economici consuntivi 2023-2024 e previsionali 2025-2027 (Ricerca Integrae)

CONTO ECONOMICO importi in € milioni	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	CAGR '24-'27
Ricavi	58,50	62,99	66,15	69,45	72,90	
Variazione rimanenze e lavori in corso	(0,28)	2,31	0,10	0,10	0,10	
Altri ricavi	3,29	2,19	2,00	2,05	2,15	
Valore della produzione	61,51	67,49	68,25	71,60	75,15	3,6%
Costi per materie prime	(21,80)	(21,83)	(22,10)	(23,10)	(24,30)	
Costi per servizi	(8,79)	(10,45)	(10,60)	(11,10)	(11,50)	
Costi per godimento beni di terzi	(4,67)	(4,88)	(4,90)	(5,10)	(5,30)	
Costi del personale	(12,86)	(14,84)	(15,20)	(16,00)	(16,80)	
Altri costi operativi	(0,26)	(0,55)	(0,55)	(0,60)	(0,65)	
EBITDA	13,13	14,94	14,90	15,70	16,60	3,6%
EBITDA Margin	21,3%	22,1%	21,8%	21,9%	22,1%	
Ammortamenti	(3,67)	(3,61)	(4,00)	(4,50)	(5,00)	
- di cui svalutazioni	(1,43)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	(0,50)	
EBIT	9,46	11,33	10,90	11,20	11,60	0,8%
EBIT Margin	15,4%	16,8%	16,0%	15,6%	15,4%	
Oneri finanziari netti	(0,51)	(0,65)	(0,60)	(0,55)	(0,50)	
Utile ante-imposte	8,95	10,68	10,30	10,65	11,10	1,3%
Imposte	(2,25)	(3,06)	(2,95)	(3,05)	(3,15)	
Tax rate	25,1%	28,7%	28,6%	28,6%	28,4%	
Utile netto	6,70	7,62	7,35	7,60	7,95	1,4%

Fonte: Ricerca Integrae; elaborazioni del Professionista

A commento della tabella 11 si osserva quanto segue:

- il valore della produzione è previsto in crescita stabile ad un CAGR 2024-2027 del 3,6%;
- la crescita dei costi è prevista a tassi sostanzialmente in linea con quelli del valore della produzione;
- l'incremento dell'EBITDA è atteso in linea con quello del valore della produzione; l'EBITDA Margin si riporta nel 2027 sui livelli del 2024, dopo una lieve caduta nel 2025-2026;
- gli ammortamenti sono previsti in lieve incremento per effetto dei nuovi investimenti. Essi tengono altresì conto di svalutazioni in costanza con quelle rilevate nel 2024;
- l'EBIT è atteso ridursi nel 2025-2026 rispetto al 2024, per poi risalire nel 2027. L'EBIT Margin è previsto in costante, seppur lieve, contrazione, passando dal 16,8% nel 2024 al 15,4% nel 2027;
- gli oneri finanziari netti sono attesi ridursi nel triennio 2025-2027, in corrispondenza, come si vedrà, di un miglioramento della posizione finanziaria netta;
- l'utile netto, dopo una flessione nel 2025, è previsto riportarsi nel 2026 sui livelli del 2024 per sfiorare l'importo di € 8,0 milioni nel 2027, beneficiando di una attesa riduzione del tax rate.

Nella seguente tabella 12 si riportano i dati patrimoniali consuntivi 2023-2024 e previsionali 2025-2027 contenuti nella Ricerca Integrae, insieme con alcuni indicatori di struttura finanziaria e di redditività che consentono di effettuare un raccordo con le previsioni economiche riportate in

tabella 11.

Tabella 12 – dati patrimoniali consuntivi 2023-2024 e previsionali 2025-2027 (Ricerca Integrae)

STATO PATRIMONIALE importi in € milioni	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
Immobilizzazioni	14,57	24,19	27,20	28,20	28,70
Crediti verso clienti	36,46	35,71	40,55	42,35	44,25
Magazzino	0,12	2,43	2,50	2,60	2,70
Debiti verso fornitori	(16,36)	(13,63)	(14,60)	(15,30)	(16,55)
C.C.N. operativo	20,22	24,51	28,45	29,65	30,40
Altri crediti	9,24	7,31	7,70	8,10	10,00
Altri debiti	(7,95)	(4,86)	(5,60)	(5,75)	(5,90)
C.C.N.	21,51	26,96	30,55	32,00	34,50
Fondi per rischi e oneri e T.F.R.	(4,11)	(4,14)	(4,20)	(4,25)	(4,30)
Capitale investito netto	31,97	47,01	53,55	55,95	58,90
Capitale	1,00	1,38	1,38	1,38	1,38
Riserve	16,46	32,44	40,06	47,41	55,01
Utile netto	6,70	7,62	7,35	7,60	7,95
Patrimonio netto	24,16	41,44	48,79	56,39	64,34
Disponibilità liquide	(7,78)	(9,00)	(10,24)	(15,44)	(20,94)
Debiti finanziari a breve termine	11,55	12,38	12,50	13,00	13,50
Debiti finanziari a medio-lungo termine	4,05	2,19	2,50	2,00	2,00
Posizione finanziaria netta	7,82	5,57	4,76	(0,44)	(5,44)
<i>Arrotondamenti</i>	<i>(0,01)</i>	-	-	-	-
Coperture	31,97	47,01	53,55	55,95	58,90

Indicatori	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
D/(D+E)	24,5%	11,8%	8,9%	Cassa	Cassa
D/E	0,3x	0,1x	0,1x	Cassa	Cassa
C.C.N./valore della produzione	35,0%	39,9%	44,8%	44,7%	45,9%
EBIT Margin (ROS)	15,4%	16,8%	16,0%	15,6%	15,4%
Tasso di rotazione del capitale inv. netto	1,9x	1,4x	1,3x	1,3x	1,3x
ROCE	29,6%	24,1%	20,4%	20,0%	19,7%
ROE	27,7%	18,4%	15,1%	13,5%	12,4%

Fonte: Ricerca Integrae; elaborazioni del Professionista

Dalla tabella 12 esposta sopra si ricavano i seguenti elementi:

- la Ricerca Integrae prevede che nel triennio 2025-2027 la Società continui ad incrementare il capitale investito netto quale conseguenza di ulteriori investimenti in immobilizzazioni ed impieghi in C.C.N.. L'ammontare del valore della produzione assorbito dal C.C.N. è previsto aumentare di circa 6 punti percentuali, passando dal 39,9% nel 2024 al 45,9% nel 2027;
- sia la redditività operatività (ROCE), per effetto della contrazione del ROS ed in costanza del tasso di rotazione del capitale investito netto, sia la redditività netta (ROE) sono previste in flessione nel periodo;
- l'indebitamento finanziario netto è previsto azzerarsi nel 2026, pur in presenza di una esposizione debitoria lorda attesa in crescita negli anni.

Nella seguente tabella 13 sono riportati i flussi di cassa consuntivi per gli esercizi 2023 (derivati dal bilancio 2023 di Palingeo) e 2024 (ricavati dalla Ricerca Integrae) e i flussi di cassa previsionali 2025-2027 contenuti nella Ricerca Integrae

Tabella 13 – flussi di cassa consuntivi 2023-2024 e previsionali 2025-2027 (Ricerca Integrae)

RENDICONTO FINANZIARIO <i>importi in € milioni</i>	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	Cum. '25- '27
EBIT	9,47	11,33	10,90	11,20	11,60	33,70
Imposte	(2,25)	(3,06)	(2,95)	(3,05)	(3,15)	(9,15)
NOPAT	7,22	8,27	7,95	8,15	8,45	24,55
Ammortamenti (netto svalutazioni)	2,23	3,11	3,50	4,00	4,50	12,00
Variazioni di C.C.N.	(7,58)	(5,45)	(3,59)	(1,45)	(2,50)	(7,54)
Variazioni dei fondi	(0,03)	0,03	0,06	0,05	0,05	0,16
Flusso di cassa della gest. corrente	1,84	5,96	7,92	10,75	10,50	29,17
Investimenti	(2,44)	(12,72)	(6,51)	(5,00)	(5,00)	(16,51)
Flusso di cassa operativo netto	(0,60)	(6,76)	1,41	5,75	5,50	12,66
Oneri finanziari	(0,51)	(0,65)	(0,60)	(0,55)	(0,50)	(1,65)
Variazione nell'indebitamento finanziario	4,79	(1,03)	0,43	-	0,50	0,93
Variazioni di patrimonio netto	(0,05)	9,66	-	-	-	-
Flusso di cassa netto	3,63	1,22	1,24	5,20	5,50	11,94

Fonte: bilancio di Palingeo 2023, Ricerca Integrae; elaborazioni del Professionista

A commento della tabella 13 sopra riportata si osserva quanto segue:

- il flusso di cassa operativo netto, da negativo sia nel 2023 sia nel 2024, è previsto portarsi in positivo in ciascuno degli esercizi 2025-2027 per effetto di una relativa attenuazione degli impieghi in C.C.N. e degli investimenti. Entrambe le voci rimangono in ogni caso nell'insieme significative e tali da concorrere, come visto, ad un incremento atteso del capitale investito netto;
- gli oneri finanziari netti sono previsti in progressiva lieve riduzione per effetto dell'azzeramento dell'indebitamento finanziario netto a partire dal 2026;
- non essendo stata assunta la distribuzione di dividendi, il flusso di cassa netto è atteso in linea con il flusso di cassa operativo netto.

3. I METODI DI VALUTAZIONE NELLA TEORIA E NELLA PRASSI PROFESSIONALE

I metodi di valutazione d'azienda dipendono dalle diverse caratteristiche dell'azienda (o società) oggetto di analisi, dal tipo di attività svolta e dal settore in cui essa opera, nonché dai dati e dalle informazioni disponibili. Tra le metodologie sviluppate dalla dottrina ed in uso nella prassi professionale si distinguono i seguenti metodi:

- patrimoniali;
- reddituali;
- misti reddituali-patrimoniali;
- finanziari;
- multipli di mercato;
- metodi basati sulle analisi di regressione;
- metodo delle quotazioni di Borsa (rilevante per le sole società quotate);
- metodo dei *target price* degli analisi finanziari (rilevante per le sole società quotate).

3.1. Metodi patrimoniali

I metodi patrimoniali si basano sulla valutazione analitica dei singoli elementi attivi e passivi che formano il patrimonio netto mediante la loro riespressione a valori correnti e si distinguono tra metodo "patrimoniale semplice" (in inglese: "*net asset value*" o "NAV") e metodo "patrimoniale complesso" a seconda che sia stimato il valore dei soli beni materiali (ivi comprese le immobilizzazioni finanziarie, quali le partecipazioni in imprese) o anche quello di elementi produttivi intangibili non iscritti nel bilancio.

Il valore dell'azienda viene quindi determinato in funzione del suo patrimonio netto contabile rivalutato mediante applicazione di rettifiche ai valori degli attivi e passivi in base alla seguente formula:

$$W = K$$

Dove i termini della relazione rappresentano i seguenti dati:

W = Valore economico della società;

K = Patrimonio netto rettificato a valori correnti, inclusivo, se esistenti, del valore dei beni immateriali.

Base di calcolo per la stima del valore è il patrimonio netto di bilancio espresso da una situazione patrimoniale contabile – comprensiva degli utili dell'ultimo esercizio e di quelli accantonati negli esercizi precedenti – con esclusione degli importi per i quali è stata o sta per essere decisa la distribuzione sotto forma di dividendi.

Le plusvalenze risultanti in sede di applicazione del metodo patrimoniale dalla riespressione in termini correnti dei valori monetari e non monetari sono usualmente diminuite per tener conto del carico fiscale latente, ove applicabile.

Tale metodo è generalmente indicato dalla dottrina e dalla prassi per la valutazione di società immobiliari e di società *holding* pure di partecipazioni.

3.2. Metodi reddituali

Le valutazioni di tipo reddituale si basano sul concetto secondo il quale il valore del capitale economico (W) è funzione del reddito netto (R) che si prevede l'azienda sia in grado di generare stabilmente in futuro secondo una relazione del tipo:

$$W = f(R)$$

La formula valutativa assume una diversa struttura a seconda che i redditi si presumano di durata indefinita o di durata limitata nel tempo.

Nel primo caso il valore del capitale economico è rappresentato dal valore attuale di una rendita perpetua di importo pari al reddito netto (R), ovvero:

$$W = R/i$$

ove (W) è il valore della azienda, (R) il reddito netto normalizzato della azienda ed (i) il tasso di attualizzazione – che rappresenta il tasso di rendimento atteso per il capitale di rischio.

Nel secondo caso il valore del capitale economico è rappresentato dal valore attuale di una rendita di importo pari al reddito netto (R) che ha una durata di (n) anni e viene attualizzata al tasso (i) – che analogamente al caso sopra evidenziato corrisponde al tasso di rendimento atteso per il capitale di rischio. In particolare il valore del capitale economico è espresso dalla seguente relazione:

$$W = R \times a_{n-i}$$

L'utilizzo di queste formule richiede una analisi delle seguenti problematiche:

- la misura del reddito netto (R) da utilizzare – ovvero se fare riferimento a valori storici, a proiezioni di dati storici, o a risultati prospettici espressi in piani aziendali. Inoltre occorre individuare quali elementi includere od escludere dal reddito netto al fine di considerare un reddito netto normalizzato – i.e. un reddito netto che non tenga in considerazione elementi della gestione caratteristica e/o straordinaria che non sono rappresentativi in quanto non ripetibili negli anni;
- il numero di anni (n) in cui considerare il reddito netto;
- la determinazione del tasso di attualizzazione (i) che esprime il rendimento richiesto da un investitore in strumenti di capitale di rischio (K_E) per un investimento nell'azienda oggetto di valutazione – determinato secondo una metodologia nota come *Capital Asset Pricing Model* (“**CAPM**”) e che si sostanzia nella seguente formula:

$$K_E = R_f + \beta(R_m - R_f) + ARP$$

Dove i termini della relazione rappresentano i seguenti dati:

- K_E = costo del capitale di rischio o *Cost of Equity*;
- R_f = tasso richiesto per l'investimento in attività prive di rischio (c.d. “*risk-free rate*”);
- β = coefficiente che misura la correlazione tra il rendimento atteso dell'investimento oggetto di valutazione e la *performance* attesa del mercato azionario di riferimento;
- R_m = rendimento medio atteso del portafoglio di mercato azionario di riferimento;
- $(R_m - R_f)$ = ritorno richiesto per l'investimento nel portafoglio di mercato azionario di

riferimento rispetto ad un investimento in attività prive di rischio (R_f);

- ARP = premio per il rischio addizionale, che include il rischio specifico aggiuntivo che non è stato già riflesso nel coefficiente β e che può riflettere, tra gli altri, rischi legati all'esecuzione di piani prospettici (*execution risk*) e sconti dimensionali (*small size premium*).

3.3. Metodi misti reddituali – patrimoniali

I metodi misti reddituali – patrimoniali nascono dalla esigenza di limitare il peso delle valutazioni di carattere soggettivo e dalla necessità di apprezzare adeguatamente non solo la capacità prospettica dell'azienda di generare ricchezza in termini di reddito ma anche la consistenza patrimoniale della stessa.

Il metodo più utilizzato è quello cosiddetto “UEC”, anche denominato “metodo misto con stima autonoma dell'avviamento”, in base al quale il valore del capitale economico risulta pari alla somma tra il valore del patrimonio netto rettificato ed il valore attuale del “sovra-reddito” o “sotto-reddito” inteso come differenza tra la redditività effettiva della azienda oggetto di valutazione e quella ritenuta congrua in base al capitale impiegato e al tasso di rendimento richiesto da un azionista per un investimento nel capitale della stessa. In particolare il valore del capitale economico è espresso dalla seguente relazione:

$$W = K + a_{n-i} i' (R - iK)$$

Dove i termini della relazione rappresentano i seguenti dati:

W	=	valore del capitale economico;
K	=	patrimonio netto rettificato – calcolato con le modalità previste dai metodi patrimoniali descritti in precedenza – e che risulta tipicamente espresso al netto dell'importo contabile dell'avviamento, se esistente, in quanto oggetto di stima autonoma mediante il metodo in commento;
R	=	reddito netto normale atteso – stimato secondo quanto descritto nei metodi reddituali analizzati in precedenza;
i	=	tasso di rendimento – espressivo del tasso di rendimento richiesto per un investimento in conto capitale nella azienda oggetto di valutazione (in linea con il K_E);
i'	=	tasso di attualizzazione del sovra/sotto reddito – generalmente assunto pari al tasso di interesse relativo ad un investimento senza rischio espressivo del valore del tempo;
a_{n-i}	=	sommatoria per (n) anni dei flussi di sovra/sotto reddito attualizzati applicando un tasso di attualizzazione pari a (i').

3.4. Metodi finanziari

I metodi finanziari assumono che il valore di un'azienda dipende dall'ammontare dei flussi di cassa che essa genererà in futuro.

La versione più comune del metodo è la c.d. *unlevered discounted cash flow analysis* ("DCF"). Secondo tale metodo, l'*Equity Value* di un'azienda è stimato come somma algebrica delle seguenti componenti:

- a) il valore attuale dei flussi di cassa operativi *unlevered* netti di imposta risultanti in un dato *business plan*;
- b) il Valore Terminale o *Terminal Value*;
- c) l'indebitamento finanziario netto, nel quale devono essere inclusi, se esistenti, il T.F.R. e le altre passività nei confronti dei dipendenti e altre passività suscettibili di esborso non riflesso nella stima dei flussi di cassa previsionali (con segno negativo);
- d) il valore di eventuali attività accessorie, di eventuali attività detenute per la vendita e/o di eventuali attività fiscali il cui recupero non è riflesso nei flussi di cassa previsionali (con segno positivo).

Si veda la seguente formula:

$$W = \sum_{t=1}^n CF_t (1+i)^{-t} + \frac{CF_n(1+g)}{(i-g)} (1+i)^{-n} - D$$

dove:

- W = *Equity value*;
- CF_t = flusso di cassa operativo netto atteso nell'esercizio t ;
- CF_n = flusso di cassa operativo netto atteso nell'esercizio n ;
- g = tasso di crescita del flusso di cassa netto atteso nel perpetuo;
- D = indebitamento finanziario netto, comprendente anche altre passività tra cui il T.F.R., etc., alla data di riferimento della valutazione.

I flussi di cassa operativi previsti nel periodo di proiezione esplicita sono determinati analiticamente come segue:

- + Reddito operativo (o EBIT)
- Imposte figurative sull'EBIT (al netto di rettifiche riguardanti poste contabili non finanziarie ricomprese nella base imponibile)
- + Ammortamenti
- /+ Variazioni di capitale circolante netto
- /+ Investimenti / disinvestimenti.

Il costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital* o "WACC") utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa previsti e del Valore Terminale è calcolato come media ponderata del costo del capitale di rischio e del costo del capitale di debito, mediante applicazione della seguente formula:

$$K_E \cdot \frac{E}{D+E} + K_D \cdot (1-t) \cdot \frac{D}{D+E}$$

Dove:

- K_E = Costo del capitale di rischio (o *Cost of Equity*);

- K_D = Costo del debito;
- E = *Equity*;
- D = Indebitamento finanziario netto;
- t = IRES (nell'ordinamento italiano), dalla cui base imponibile sono deducibili a talune condizioni gli oneri finanziari.

Il costo del debito è generalmente determinato in misura pari al tasso, al netto delle imposte, applicabile ai finanziamenti a medio-lungo termine concessi all'azienda oggetto di valutazione o ad aziende caratterizzate da rischio paragonabile

Il costo del capitale di rischio riflette il rendimento atteso da un investitore tenuto conto del rischio associato all'investimento in commento, calcolato applicando la metodologia CAPM illustrata al §3.2..

3.5. Metodi basati sui multipli di mercato (o delle società comparabili)

La metodologia di valutazione dei multipli di mercato determina l'*Equity Value*, o l'*Enterprise Value*, sulla base di multipli di grandezze fisiche o economiche ricavati dall'analisi di società comparabili e ritenuti espressivi della *performance* globale dell'impresa.

Dopo aver verificato l'esistenza di società comparabili, il valore del capitale economico dell'azienda oggetto di stima è determinato mediante la seguente relazione:

$$W = (M \times \text{Variabile}) [- D - IT]$$

dove i termini della relazione rappresentano i seguenti dati:

- M = rapporto *Enterprise Value* o *Equity Value* / Variabile identificata delle società comparabili;
- Variabile = ricavi, EBITDA, EBIT, reddito netto, etc. ovvero variabili economiche dell'azienda oggetto di valutazione;
- D = indebitamento finanziario netto e altre passività [nel caso il rapporto M sia calcolato assumendo l'*Enterprise Value*];
- IT = interessi di terzi, laddove il multiplo ad oggetto un Gruppo societario nel quale si riscontri la presenza di soci di minoranza nelle società in esso consolidate [anche in questo caso, qualora il rapporto M sia calcolato assumendo l'*Enterprise Value*].

Le variabili comunemente utilizzate sono: ricavi, margine operativo lordo (EBITDA), reddito operativo (EBIT) e reddito netto. In particolare:

- Il multiplo *Enterprise Value*/ricavi viene ritenuto significativa del valore della società nel caso in cui i ricavi siano considerati dal mercato espressivi del valore della stessa e comunque un parametro importante nello stabilire la posizione competitiva e le prospettive di reddito;
- Il multiplo *Enterprise Value*/EBITDA determina il valore della società sulla base di un parametro di redditività espressivo dell'efficienza e della posizione competitiva della impresa non influenzato da politiche di bilancio ed in particolare da politiche di

ammortamento e/o dalla presenza di avviamento e/o dalla diversa consistenza dei beni ammortizzabili in termini di valore e vetustà;

- Il multiplo *Enterprise Value*/EBIT determina il valore della società sulla base di un parametro di redditività espressivo dell'efficienza e della posizione competitiva dell'impresa ma potenzialmente influenzato da politiche di bilancio quali quelle relative ad ammortamenti e/o consistenza dei beni ammortizzabili (anche immateriali) iscritti nell'attivo;
- Il metodo prezzo/utile netto determina direttamente il valore del capitale economico della società sulla base di un parametro di redditività espressivo del risultato di *bottom-line*, potenzialmente influenzato, oltreché dagli elementi sopra evidenziati per l'EV/EBIT, anche dalla struttura finanziaria (i.e. oneri finanziari) e dalla fiscalità (i.e. imposte). Esso è generalmente utilizzato per valutare imprese operanti in settori maturi e caratterizzate da strutture finanziarie allineate, quali banche, società finanziarie, assicurazioni, etc..

La nozione di valore sottostante a questa metodologia si avvicina maggiormente a quella del prezzo di mercato della società oggetto di analisi: questo perché la stima dei moltiplicatori si basa sui valori espressi dal mercato, che risentono quindi delle stesse variabili (anche esogene) in grado di influenzare poi la determinazione del prezzo.

In generale, i due principali aspetti che caratterizzano le stime basate sui multipli riguardano la scelta:

- del campione di società comparabili;
- della grandezza ritenuta espressiva del "valore" dell'azienda da valutare.

Per quanto attiene al primo aspetto, la comparabilità delle società facenti parte del campione deve essere verificata con riferimento, oltreché ovviamente al settore di appartenenza, alla dimensione, al rischio operativo e finanziario, agli andamenti storici e alle prospettive di sviluppo dei risultati e dei mercati, alla diversificazione geografica, alla clientela, al grado di rinomanza e di credibilità raggiunto dalle imprese, all'abilità del *management*, alla capacità di pagare i dividendi. L'aspetto della comparabilità risulta generalmente il più critico nell'applicazione di tale metodo in quanto non è sovente agevole individuare un campione che soddisfi tutti i requisiti citati.

In ordine al secondo aspetto, si osserva che le grandezze adottate per la stima del valore possono essere sia grandezze economico-finanziarie, sia grandezze riferite a parametri fisici rilevanti di settore.

A seconda della finalità della valutazione e della tipologia di dati disponibili, i moltiplicatori possono essere calcolati sulla base di due diverse modalità.

In una logica di continuità, essi vengono determinati prendendo come riferimento un campione di società quotate operanti nello stesso settore, ed aventi caratteristiche analoghe a quelle dell'azienda oggetto di valutazione: il metodo consiste nell'individuazione delle variabili che il mercato ritiene strettamente correlate al valore dell'azienda quotata, e nella successiva parametrizzazione della capitalizzazione di mercato dell'azienda quotata al valore di tali variabili. Si parla in questo caso di "multipli di Borsa", o *trading multiples*. I prezzi di Borsa delle società comparabili utilizzati per tale analisi devono tenere conto, da un lato, di un arco temporale non ristretto così da neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generano fluttuazione

di breve periodo o tensioni speculative, dall'altro, della necessità che tali prezzi non si discostino eccessivamente dalle condizioni correnti dei mercati finanziari e delle imprese esaminate. Si pone dunque la scelta tra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale, che va valutata caso per caso.

Alternativamente è possibile determinare il valore della società sulla base di multipli impliciti, rilevabili in specifiche transazioni comparabili avvenute sul mercato di riferimento. In questo modo si determina il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi di trasferimento rilevati per società o rami d'azienda comparabili a quella/o oggetto di valutazione, opportunamente rapportati a grandezze ritenute espressive del valore dell'azienda. Si parla in questo caso di "multipli delle transazioni comparabili", o *transaction multiples*.

3.6. Metodi basati sulle analisi di regressione

Il metodo dell'analisi di regressione (o *value map*) stima il valore del capitale economico dell'azienda oggetto di valutazione sulla base della correlazione esistente tra la una determinata variabile e una data configurazione di multiplo.

Il metodo prevede la costruzione di regressioni – per lo più lineari – che permettano di collegare il livello del moltiplicatore preso in esame con la dinamica di uno (o più) *driver* sottostanti. La regressione, purché applicata ad un campione sufficientemente numeroso e statisticamente significativa, è uno strumento prezioso anche per un accurato posizionamento dell'azienda considerata rispetto al campione di riferimento.

Con la regressione si possono utilizzare campioni più vasti di aziende comparabili (ad esempio aziende di diversi contesti e aree geografiche). La regressione restituisce i parametri necessari a calcolare il multiplo appropriato per la specifica azienda da valutare sulla base del valore assunto dallo (dagli) specifico(i) *driver*.

La scelta dei multipli e dei *driver* oggetto di analisi dipende dalla tipologia di imprese selezionate.

La teoria ha individuato l'esistenza di relazioni matematiche che legano, tra gli altri, i seguenti multipli e variabili:

- a) EV/Ricavi ed EBIT *Margin*;
- b) EV/EBITDA e CAGR dell'EBITDA calcolato su un determinato periodo (tendenzialmente prospettico);
- c) P/BV e ROE;
- d) P/E e CAGR dell'utile netto su un determinato periodo (tendenzialmente prospettico).

Generalmente, i multipli *asset side*, che assumono l'*Enterprise Value* (EV) al numeratore, sono utilizzati nella stima del valore del capitale economico di imprese non finanziarie, mentre i multipli *equity side*, che assumono la capitalizzazione di Borsa (P) al numeratore, sono di frequente uso nella valutazione di imprese finanziarie, quali banche, S.G.R., S.I.M., assicurazioni, etc..

3.7. Metodo delle quotazioni di Borsa (rilevante per le sole società quotate)

Il metodo delle quotazioni di Borsa consiste nel riconoscimento alle azioni di una società di un valore pari a quello attribuito dal mercato di Borsa nel quale esse sono scambiate.

Secondo tale metodo, i corsi di Borsa di titoli azionari liquidi di società quotate in mercati efficienti rappresentano un indicatore affidabile del valore di una società, in quanto tendono a riflettere tutte le informazioni pubblicamente disponibili con riferimento ad essa. Il livello delle quotazioni esprime il risultato di un sistematico processo di negoziazione degli operatori di mercato che riflette la loro visione e le loro aspettative con riferimento ai profili, tra gli altri, di redditività, struttura finanziaria, rischiosità e crescita prospettica delle società oggetto di valutazione.

Come nel caso dei multipli di mercato, i prezzi di Borsa devono tenere conto, da un lato, di un arco temporale non ristretto così da neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generano fluttuazione di breve periodo o tensioni speculative, dall'altro, della necessità che tali prezzi non si discostino eccessivamente dalle condizioni correnti dei mercati finanziari e delle imprese esaminate.

A tale metodo viene dato rilievo anche dalla normativa fiscale, in tema di determinazione del valore normale, e civilistica per quanto riguarda la stima del valore di partecipazioni nell'ambito di talune operazioni straordinarie (ad esempio, il conferimento o il recesso).

3.8. Metodo dei *target price* degli analisti finanziari (rilevante per le sole società quotate)

Il metodo dei *target price* stima il valore di mercato delle azioni sulla base delle indicazioni di prezzo obiettivo (i.e. *target price*) espresse in recenti ricerche pubblicate dagli analisti finanziari che coprono il titolo azionario oggetto di stima valutativa.

La caratteristica principale di tale metodologia risiede nella possibilità di individuare il valore attribuibile alle aziende oggetto di valutazione sulla base del giudizio formulato in ricerche pubblicate da uffici studi di operatori specializzati.

Per poter pervenire ad una stima accurata, occorre che il titolo sia coperto da un numero adeguato di analisti finanziari e che le ricerche siano emesse con una sufficiente continuità.

4. LA SCELTA DEI CRITERI VALUTATIVI E I RISULTATI DELLA LORO APPLICAZIONE

La finalità di questa Relazione consiste nell'espressione di un parere autonomo ed indipendente, avuto riguardo alle disposizioni dell'art. 2343-ter del codice civile e, quindi, volto a verificare che il *fair value* della Partecipazione oggetto del Conferimento non sia inferiore al controvalore dell'aumento di capitale, comprensivo di sovrapprezzo, che sarà emesso al servizio del Conferimento stesso da parte di I.CO.P..

Le metodologie di stima e le modalità applicative adottate per la valutazione sono orientate al generale criterio della prudenza e tengono in considerazione la finalità che il disposto di legge intende perseguire, ovvero quella di evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti in natura, il patrimonio della Conferitaria risulti artificiosamente alterato.

Si precisa che in questa Relazione sono indifferentemente utilizzati i sintagmi "*valore di mercato*", "*valore del capitale economico*", "*Equity Value*", "*fair value*" o, anche semplicemente "*valore*"⁽²⁴⁾, come tra loro sinonimi e riferiti, a seconda dei casi, all'intero capitale di Palingeo o a ciascuna azione della Società.

Ciò premesso, questo capitolo è articolato come segue:

- a) effettua l'illustrazione dei metodi valutativi ritenuti più appropriati per la valutazione della Società;
- b) procede alla stima dell'intervallo di valore dell'azione della Società alla Data di Riferimento mediante applicazione dei metodi identificati *sub a*);
- c) tenuto conto del complesso delle operazioni descritte nel Comunicato I.CO.P. di cui il Conferimento è parte e che prevedono l'acquisizione da parte di I.CO.P. dell'intero capitale della Società, effettua la stima dell'intervallo di valore della Partecipazione alla Data di Riferimento, moltiplicando i valori dell'azione Palingeo individuati *sub b*) per le n. 2.736.000 azioni ordinarie Palingeo componenti la Partecipazione del 39,6% circa nel capitale della Società, senza riflettere premi o sconti.

Richiamando le considerazioni svolte al §1.7., la valutazione delle azioni Palingeo ha tenuto conto dell'eventuale esercizio anticipato dei Warrant, che potrebbe avvenire ad un prezzo di € 6,05, in caso di promozione da parte di I.CO.P. dell'OPA Obbligatoria sul totale capitale di Palingeo. Nonostante tale prezzo sia superiore a quello a cui sarebbe promossa l'OPA Obbligatoria da parte di I.CO.P. (€ 6,00) e al prezzo di chiusura dell'azione Palingeo alla data del 4 luglio 2025 (€ 6,04), l'ipotesi di esercizio dei Warrant è stata considerata con riferimento alla relativa convenienza rispetto ai risultati cui si è autonomamente pervenuti applicando i criteri valutativi che sono stati ritenuti appropriati in questa Relazione. Ciò al fine di incorporare i possibili effetti diluitivi sul valore delle azioni Palingeo connessi all'esistenza e all'eventuale esercizio anticipato dei Warrant.

A tal riguardo, si è proceduto secondo i seguenti passaggi⁽²⁵⁾:

⁽²⁴⁾ "*Valore*" è il termine testualmente indicato dall'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), c.c..

⁽²⁵⁾ Cfr., tra gli altri, L. GUATRI, M. BINI, "*La valutazione delle aziende*", EGEA, 2007, pagg. 520-522. Gli Autori indicano la possibilità di utilizzare una formula alternativa nel caso di azioni e *warrant* quotati (cfr. nota 4 a pag. 521 e nota 5 a pag. 522). Tuttavia, sia per quanto riferito al §1.7. con riguardo alla ridotta liquidità dei titoli e dei Warrant Palingeo e alla contenuta valenza informativa e significatività dei relativi prezzi, sia in coerenza con l'approccio descritto sopra nel testo, tale formula alternativa non è stata applicata.

- a) stima del valore delle azioni Palingeo ottenuto dividendo il valore del capitale economico della Società per il numero di azioni Palingeo attualmente in circolazione;
- b) raffronto del risultato della stima *sub a)* con il prezzo di esercizio dei Warrant, pari a € 6,05;
- c) qualora il risultato della stima *sub a)* sia maggiore del prezzo di esercizio dei Warrant, pari a € 6,05, stima del valore delle azioni Palingeo su base *fully diluted*.

4.1. La scelta del metodo di valutazione

Alla luce delle considerazioni svolte nei precedenti paragrafi in merito alle diverse metodologie di valutazione e tenuto conto dei dati disponibili, i metodi più appropriati per la valutazione della Società sono stati ritenuti i seguenti:

- a) il metodo DCF, in quanto:
 - (i) è il metodo al quale la dottrina e la prassi attribuisce significativa valenza nell'ambito della valutazione di società operative, sul presupposto che il valore dell'impresa si determina sulla base della capacità della medesima di generare flussi di cassa;
 - (ii) è generalmente preferito ad altri ad esso affini, quali i metodi reddituali, in quanto i flussi di cassa non sono influenzati da tecniche e/o politiche contabili;
 - (iii) è tra quelli espressamente indicati dai PIV per la valutazione di aziende per le quali sia disponibile un piano economico-finanziario⁽²⁶⁾;
- b) l'analisi di regressione, poiché:
 - (i) consente di mitigare, perlomeno parzialmente, le problematiche concernenti l'individuazione di un campione di imprese comparabili a Palingeo che sia sufficientemente rappresentativo⁽²⁷⁾;
 - (ii) nel caso di specie, è stato possibile individuare alcune relazioni tra taluni multipli di mercato e determinate variabili economiche significative caratterizzate da livelli del coefficiente R^2 ritenuti sufficientemente adeguati⁽²⁸⁾.

Per quanto concerne gli altri metodi di valutazione descritti nel capitolo 3., si osserva che gli stessi sono stati esclusi per le seguenti ragioni:

- a) i metodi di tipo patrimoniale non consentono di apprezzare adeguatamente, ai fini della valutazione, la redditività e la capacità attesa di generazione di flussi di cassa di Palingeo. Inoltre, il Professionista non ha avuto accesso a documentazione da cui ricavare il valore

⁽²⁶⁾ Cfr. PIV, §III.1.35..

⁽²⁷⁾ Cfr. PIV, §III.1.38.: “[u]tilizzando la regressione si possono utilizzare campioni più vasti di aziende comparabili (ad esempio aziende di diversi contesti e aree geografiche)”.

⁽²⁸⁾ Il coefficiente R^2 è un valore che fornisce indicazioni riguardanti la bontà di adattamento di un modello statistico ai dati. Esso varia tra 0 e 1. Un valore uguale a 1 indica un adattamento perfetto del modello ai dati (cfr. [https://www.treccani.it/enciclopedia/coefficiente-di-determinazione_\(Dizionario-di-Economia-e-Finanza\)/](https://www.treccani.it/enciclopedia/coefficiente-di-determinazione_(Dizionario-di-Economia-e-Finanza)/)). Le analisi svolte hanno considerato relazioni tra il multiplo e la variabile selezionata contraddistinte da R^2 superiore a 0,55. Sulla significatività statistica di tale livello ai fini valutativi, cfr., tra gli altri, M. MASSARI, G. GIANFRATE, L. ZANETTI, “*Corporate Valuation*”, John Wiley & Sons, Inc., 2016, pag. 328.

corrente di determinate attività di norma oggetto di stima specifica (quali, ad esempio, immobili, cespiti, magazzino, crediti e altri beni della Società) e/o di poter condurre verifiche autonome in relazione alle passività iscritte e/o non iscritte nella Situazione Contabile di Riferimento;

- b) i metodi di tipo reddituale, a differenza del metodo DCF, oltre a quanto sopra osservato, non sembrano poter adeguatamente cogliere le attuali prospettive della Società che, come si ricava dalla Ricerca Integrae, sarà interessata nell'arco temporale 2025-2027 da ulteriori investimenti e impieghi di C.C.N. che daranno luogo a flussi di cassa tendenzialmente non allineati ai flussi di reddito;
- c) i metodi misti reddituali-patrimoniali (metodo UEC) assumono la disponibilità di basi documentali e la presenza di condizioni dell'impresa oggetto di valutazione analoghe a quelle richiamate, rispettivamente, *sub a)* e *b)*. Tali condizioni non sembrano tuttavia rispettate nella fattispecie in esame;
- d) i metodi basati sui multipli di mercato risentono della difficoltà di identificare imprese realmente comparabili a Palingeo. Il documento di ammissione alle negoziazioni redatto dalla Società indica Trevi Finanziaria S.p.A. e I.CO.P. quali uniche imprese quotate concorrenti su segmenti di attività coperti anche da Palingeo. Si tratta tuttavia di segmenti di attività che rappresentano percentuali dei ricavi di Trevi Finanziaria S.p.A. (circa 10%) e I.CO.P. (circa 20%) assai contenute⁽²⁹⁾ e che indicano un limitato livello di comparabilità tra esse e la Società;
- e) il metodo delle quotazioni di Borsa non è utilizzabile nel caso di Palingeo, in quanto: *(i)* le azioni della Società sono scambiate su un sistema di negoziazione multilaterale e non su un mercato regolamentato; e *(ii)* il tasso di rotazione del flottante è assai ridotto⁽³⁰⁾;
- f) il metodo dei *target price* degli analisti finanziari non risulta affidabile in quanto il titolo è coperto da un solo *broker* la cui ultima ricerca è stata emessa il 15 aprile 2025 (i.e. la Ricerca Integrae).

4.2. La stima del valore dell'azione Palingeo alla Data di Riferimento

4.2.1. L'applicazione del metodo del DCF

4.2.1.1. L'approccio seguito

In questo paragrafo si procede alla descrizione dell'applicazione del metodo del DCF per la stima del valore dell'azione Palingeo.

La valutazione è stata condotta adottando un approccio che prescinde dalla struttura finanziaria della Società (c.d. approccio "*unlevered*"), utilizzando i flussi di cassa operativi al netto dell'effetto fiscale figurativo ("*Imposte Figurative*").

⁽²⁹⁾ Cfr. documento di ammissione alle negoziazioni di Palingeo, pagg. 139-140.

⁽³⁰⁾ Il numero medio degli scambi giornalieri nel periodo di 6 mesi antecedenti l'annuncio degli accordi tra I.CO.P. e F.L.S. aventi ad oggetto Palingeo risulta pari a n. 10.631 rispetto ad un flottante composto da n. 1.907.670 titoli (cfr. tabella 1), esprimendo un rapporto pari allo 0,56%.

La formula applicata è la seguente:

$$W = [\sum_{t=1}^N CF_t (1+i)^{-t} + TV(1+i)^{-t}] - D$$

Dove:

W	=	Equity Value di Palingeo;
CF _t	=	Flussi di cassa operativi al netto dell'effetto fiscale figurativo relativi al periodo 2025-2027 ricavati dalle previsioni contenute nella Ricerca Integrae;
i	=	WACC;
N	=	Numero degli anni coperti dalle previsioni contenute nella Ricerca Integrae (ultimo esercizio di proiezione: 2027);
$\sum_{t=1}^N CF_t (1+i)^{-t}$	=	Sommatoria dei flussi di cassa operativi netti attualizzati;
TV	=	Valore Terminale;
D	=	Indebitamento finanziario netto al 30 aprile 2025, ricomprendente anche il T.F.R. e il fondo rischi su contenziosi alla medesima data, come ricavati dalla Situazione Contabile di Riferimento.

I flussi di cassa operativi sono stati attualizzati alla data del 30 aprile 2025, adottando la c.d. *mid-period convention*⁽³¹⁾.

Il primo periodo considerato è quello compreso tra il 1° maggio 2025 e il 31 dicembre 2025 (i.e. 8 mesi), ed è stato calcolato sottraendo dal flusso di cassa operativo netto previsionale per l'intero esercizio 2025 ricavato dalla Ricerca Integrae il corrispondente dato del periodo 1° gennaio-30 aprile 2025 tratto dalla Situazione Contabile di Riferimento, tenuto conto dei risultati economici registrati dalla Società nel primo quadrimestre 2025 e delle variazioni patrimoniali intervenute rispetto al 31 dicembre 2024. Il procedimento seguito ha comportato la neutralizzazione dei componenti non ricorrenti registrati nel primo quadrimestre 2025 che hanno inciso sull'EBITDA e sull'EBIT e che si ritiene non siano stati riflessi nelle previsioni contenute nella Ricerca Integrae per il 2025, essendo la Situazione Contabile di Riferimento relativa ad una data posteriore a quella della pubblicazione della Ricerca Integrae (i.e. 15 aprile 2025).

Come illustrato al §3.4., il Valore Terminale è stato stimato attraverso la capitalizzazione illimitata (o perpetua) del flusso di cassa operativo netto previsto nel 2027, eventualmente incrementato per tener conto del tasso di crescita "g", e attualizzando il relativo importo alla Data di Riferimento.

In merito, la dottrina e la prassi professionale indicano che il tasso di crescita "g" dovrebbe essere determinato con cautela e dovrebbe tendenzialmente approssimare il tasso di crescita di lungo termine dell'economia. Inoltre, spesso il tasso di crescita "g" può essere scelto al "solo scopo

⁽³¹⁾ Si tratta di una convenzione "secondo cui i flussi di cassa attesi per un esercizio si assume si manifestino mediamente a metà esercizio" (cfr. PIV, §I.19.1.). In particolare, si è assunto a questi fini che il flusso del primo esercizio si manifesti a metà del periodo compreso tra il 1° maggio 2025 e il 31 dicembre 2025.

di recuperare l'inflazione in modo che i flussi terminali mantengano nel tempo il loro contenuto reale. In questi casi occorre verificare che vi sia coerenza fra il tasso risk-free utilizzato ai fini della stima del costo del capitale e il tasso di inflazione di lungo termine posto pari a g ⁽³²⁾.

A tal proposito, si osserva che, come si vedrà al §4.2.1.3., il rendimento del Bund tedesco con scadenza residua decennale, assunto a riferimento per la determinazione del tasso *risk-free* incorporato nel WACC, è pari a circa il 2,55%. Tale rendimento deve essere letto in connessione con i più recenti dati riferiti ai tassi dell'inflazione tedesca “overall” e “core” che si collocano in un intorno compreso tra il 2,0% e 2,8%⁽³³⁾. Ne consegue che il tasso *risk-free* riflesso nel WACC, depurato dell'inflazione, risulterebbe prossimo allo zero o addirittura negativo.

In questa specifica circostanza, se il tasso “ g ” fosse assunto in misura pari al tasso di inflazione atteso di lungo termine (generalmente fissato in misura pari al 2,00%, in linea con gli obiettivi di politica monetaria della Banca Centrale Europea) si determinerebbe una potenziale incoerenza tra il flusso per la stima del Valore Terminale e il WACC con il rischio di sovrastimare gli effetti connessi all'inflazione e, di conseguenza, il valore della Società.

In considerazione di quanto sopra e del generale criterio di prudenza cui sono conformate le valutazioni esposte in questa Relazione, si è assunto un tasso di crescita “ g ” pari allo 0%.

4.2.1.2. La stima dei flussi di cassa operativi al netto delle imposte figurative

Al fine della presente valutazione, i flussi di cassa operativi di Palingeo al netto delle imposte figurative sono stati calcolati come segue:

- + EBIT
- Imposte Figurative sull'EBIT neutralizzando dalla base imponibile gli ammortamenti fiscalmente non rilevanti (i.e. l'ammortamento del marchio oggetto di rivalutazione ai soli fini civilistici⁽³⁴⁾)
- + Ammortamenti
- /+ Variazioni del capitale circolante netto
- /+ Investimenti / Disinvestimenti.

Le Imposte Figurative sull'EBIT sono state stimate per ciascun esercizio applicando l'aliquota del 27,90%, espressiva di IRES (24,00%) e IRAP (3,90%).

Si precisa che i flussi come sopra determinati non accolgono le variazioni dei fondi in quanto il loro ammontare è stato considerato nell'indebitamento finanziario netto alla Data di Riferimento.

La seguente tabella 14 riporta il calcolo del NOPLAT⁽³⁵⁾, dei flussi di cassa operativi netti

⁽³²⁾ Cfr. PIV, §III.1.37.

⁽³³⁾ I dati dell'inflazione tedesca “overall” e “core” (che esclude la variazione dei prezzi di alimenti ed energia) consuntivati a maggio 2025 sono rispettivamente pari al 2,1% e al 2,8%, mentre i dati dell'inflazione tedesca “overall” e “core” stimati a giugno 2025 sono rispettivamente pari al 2,0% e al 2,7% (cfr. *press release* no. 235 of 30 June 2025 emessa da Statistisches Bundesamt, ossia l'Istituto Nazionale di Statistica tedesco).

⁽³⁴⁾ Cfr. §2.1.3. in relazione all'iscrizione del fondo imposte differite.

⁽³⁵⁾ Acronimo di *net operating profit less adjusted taxes*.

2025-2027 di Palingeo e del flusso di cassa operativo netto per la stima del Valore Terminale (TV).

Tabella 14 – flussi di cassa operativi netti relativi agli esercizi 2025-2027 e alla stima del Valore Terminale (TV) utilizzati ai fini dell'applicazione del metodo del DCF

FLUSSI DI CASSA OPERATIVI NETTI (FCFO)	FY 2025E	4M 2025A	8M 2025E	2026E	2027E	TV
Importi in € milioni	1.	2.	3.=1.-2.			
A. EBIT riportato	10,90	2,97	7,93	11,20	11,60	
B. Neutralizz.ne oneri/(proventi) non ricorrenti	-	(0,09)	0,09	-	-	
C. EBIT rettificato (A.+B.)	10,90	2,88	8,02	11,20	11,60	
Effetto rivalutazione marchio	8,00	8,00	8,00	8,00	8,00	
Aliquota ammortamento marchio	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	
(ii) Storno ammortamento marchio non deducibile	0,40	0,13	0,27	0,40	0,40	
(iii) Base imponibile [C.+(ii)]	11,30	3,01	8,29	11,60	12,00	
(iv) Aliquota IRES+IRAP	27,90%	27,90%	27,90%	27,90%	27,90%	
D. Imposte figurative [(iii).x(iv)]	(3,15)	(0,84)	(2,31)	(3,24)	(3,35)	
E. NOPLAT (C.+D.)	7,75	2,04	5,71	7,96	8,25	
Ammortamenti (netto svalutazioni)	3,50	1,46	2,04	4,00	4,50	
Variazioni di C.C.N.	(3,59)	0,35	(3,94)	(1,45)	(2,50)	
Investimenti	(6,51)	(5,43)	(1,08)	(5,00)	(5,00)	
E. FCFO	1,15	(1,58)	2,73	5,51	5,25	5,25

Fonte: Ricerca Integrae; elaborazioni del Professionista

4.2.1.3. La determinazione del tasso di attualizzazione

Per la determinazione del costo del capitale proprio (o *Cost of Equity*, K_E) sono stati utilizzati i seguenti parametri nell'ambito dell'applicazione del CAPM:

- R_f = *Risk-free rate*, pari al 2,55%, corrispondente al rendimento medio del Bund tedesco avente durata residua pari a 10 anni calcolato su un periodo di 30 giorni antecedenti il 4 luglio 2025 compreso (fonte: Investing);
- $R_m - R_f$ = *Italian market risk premium*, pari al 7,26%, secondo la stima di gennaio 2025⁽³⁶⁾ (fonte: Prof. A. Damodaran, New York Stern University, gennaio 2025);
- β = *Beta unlevered*, pari a 0,75, corrispondente al coefficiente *beta unlevered corrected for cash* medio delle imprese europee quotate incluse nel settore "Engineering & Construction" (fonte: Prof. A. Damodaran, New York Stern University, gennaio 2025). A tale *beta* è stata applicata la procedura di *re-leverage* secondo la formula di Hamada, considerando (i) il rapporto D/E emergente dalla Situazione Contabile di Riferimento, ricomprendendo nel numeratore la P.F.N., il T.F.R. e il fondo rischi per cause in corso, e al denominatore il patrimonio netto contabile (cfr. anche D/E di seguito), e (ii) l'aliquota fiscale attualmente vigente in Italia con riferimento alla deduzione degli oneri finanziari;

⁽³⁶⁾ Si segnala che, in prossimità della data di emissione della presente Relazione, è stato reso disponibile l'aggiornamento di luglio 2025 dell'*Italian market risk premium*, mentre il valore più recente del *beta* fornito dalla medesima fonte risale a gennaio 2025. Considerata la relazione tra queste due variabili, si è preferito utilizzare dati riferiti allo stesso periodo (gennaio 2025), al fine di evitare possibili incoerenze nella stima del costo del capitale.

- ARP = Premio per il rischio addizionale, pari al 3,00%, al fine di considerare nel complesso i rischi addizionali rispetto alla media delle imprese europee quotate operanti nel settore “Engineering & Construction” da cui è stato estratto il *beta unlevered*. Essi includono i rischi relativi alla generale minore dimensione della Società rispetto al predetto campione;
- D/E = Debt-to-equity, pari a quello risultante dalla Situazione Contabile di Riferimento applicando il medesimo rapporto utilizzato per la procedura di *re-leverage* del *beta*, dovendo la stima contenuta in questa Relazione essere riferita a “valori in atto”, che appaiono coerenti con la prospettiva “as is”⁽³⁷⁾;
- K_D = Costo lordo dell’indebitamento finanziario, assunto pari all’onerosità media dei finanziamenti a medio-lungo termine reperiti dalla Società, secondo i termini economici illustrati nel bilancio 2024⁽³⁸⁾ (cfr. dettaglio dei calcoli in Appendice 1).

Sulla base delle assunzioni e degli elementi sopra riferiti, il K_E e il WACC sono stati stimati come indicato in tabella 15.

Tabella 15 – calcolo del WACC

Calcolo del WACC	Importi	Fonte
Tasso risk-free	2,55%	Media dei rendimenti del Bund decennale su un mese antecedente il 04.07.2025
Italian Market Risk Premium	7,26%	Fonte: Damodaran, gennaio 2025
Beta unlevered	0,75	Fonte: Damodaran, genn. 2025 (Engineering & Construction Europe; corrected for cash)
D/E	0,22	Debito (P.F.N.+T.F.R.+Fondi rischi) / patrimonio netto contabile al 30.04.2025
t=Aliquota IRES	24,00%	Aliquota IRES per la deduzione degli oneri finanziari
Beta levered	0,88	formula releverage = $\beta_L = \beta_u \times (1 + (1-t) \times (D/E))$
ARP	3,00%	Rischi dimensionali e specifici
Cost of Equity (K_E)	11,90%	
Costo lordo del debito	3,52%	Costo medio dell’indebitamento finanziario a medio-lungo termine esistente
Aliquota IRES	24,00%	Aliquota IRES per la deduzione degli oneri finanziari
Cost del debito (K_D) netto	2,68%	
% equity	81,97%	% patrimonio netto al 30.04.2025
% debito	18,03%	% debito (P.F.N.+T.F.R.+Fondi rischi) al 30.04.2025
WACC	10,24%	

I calcoli esposti in tabella 15 portano alla determinazione del K_E e del WACC in misura rispettivamente pari all’11,90% e al 10,24%.

4.2.1.4. La stima dell’Enterprise Value di Palingeo alla Data di Riferimento

Tenuto conto di quanto precede, la tabella 16 espone i calcoli riguardanti l’attualizzazione dei flussi di cassa operativi netti previsti per Palingeo, incluso il Valore Terminale, e riporta la stima dell’Enterprise Value della Società.

⁽³⁷⁾ Cfr. PIV, §VII. Voce “Impresa as is”: “valore d[e]ll’azienda così come è gestita e governata alla data della valutazione, sulla base della struttura finanziaria effettiva”.

⁽³⁸⁾ Cfr. nota integrativa al bilancio 2024 di Palingeo, voce “Debiti”.

Tabella 16 – stima dell'Enterprise Value di Palingeo (metodo DCF) alla Data di Riferimento

Stima dell'Enterprise Value di Palingeo € milioni (eccetto dove diversamente indicato)	1.05.2025- 31.12.2025	2026	2027	TV
FCFO	2,73	5,51	5,25	5,25
TV				51,29
Periodo (n. anni)	0,34	1,34	2,34	2,34
Fattore di attualizzazione (coefficiente)	0,97	0,88	0,80	0,80
FCFO/TV attualizzati al 1.05.2025	2,64	4,84	4,18	40,84
FCFO/TV attualizzati al 1.05.2025 cumulati	2,64	7,48	11,67	52,51

FCFO attualizzati fino al 2027	11,67	22,2%
TV attualizzato	40,84	77,8%
Enterprise Value	52,51	100,0%

La tabella 16 mostra che l'Enterprise Value di Palingeo alla Data di Riferimento stimato mediante il metodo DCF è pari a € 52,51 milioni, valore che viene arrotondato al primo decimale in € 52,50 milioni.

Il Professionista evidenzia che il Valore Terminale contribuisce all'Enterprise Value di Palingeo in misura prossima all'80%, con ciò indicando una potenziale sensibilità del modello di valutazione a variazioni del WACC e del tasso di crescita "g". L'esame del grado di sensibilità sarà effettuato al §4.2.1.5. con riferimento al valore dell'azione Palingeo.

4.2.1.5. La stima del valore del capitale economico di Palingeo e la derivazione del valore dell'azione Palingeo alla Data di Riferimento

Alla luce delle risultanze e delle considerazioni che precedono, il valore del capitale economico di Palingeo e dell'azione Palingeo alla Data di Riferimento sono stimati nella seguente tabella 17.

Tabella 17 – valore del capitale economico della Società e valore per azione Palingeo (metodo DCF) alla Data di Riferimento

Stima equity value / valore per azione Palingeo		
A. Enterprise value arrotondato	€ milioni	52,50
B. P.F.N. al 30.04.2025	€ milioni	(7,10)
C. T.F.R. al 30.04.2025	€ milioni	(2,02)
D. Fondo rischi al 30.04.2025	€ milioni	(0,40)
E. Equity value (pre-Warrant) (A.+B.+C.+D.)	€ milioni	42,98
F. n. azioni Palingeo in circolazione	# milioni	6,91
G. Valore per azione (pre-Warrant) (E./F.)	€	6,22
H. Prezzo esercizio anticipato Warrant	€	6,05
I. n. azioni di compendio (se G.>H.)	# milioni	1,43
L. Aumento di capitale (H.x I.) (se G.>H.)	€ milioni	8,67
M. Equity value (fully diluted) (E.+L.)	€ milioni	51,64
N. n. azioni Palingeo fully diluted (F.+I.)	# milioni	8,34
O. Valore per azione (fully diluted) (M./N.)	€	6,19
P. Effetto diluizione di valore (O./G.-1)	%	-0,5%

Dalla tabella 17 si ricava che il valore del capitale economico del capitale esistente è pari a € 42,98 milioni, corrispondente ad un valore per azione pari a € 6,22.

Essendo il valore per azione, pari a € 6,22, superiore al prezzo di esercizio anticipato dei Warrant, pari a € 6,05, risulterebbe conveniente per i relativi titolari sottoscrivere le azioni Palingeo di compendio.

Tenuto conto di quanto sopra e del procedimento descritto al §4., il valore per azione Palingeo su base *fully diluted* è stimato pari a € 6,19, esprimendo una diluizione di valore dello 0,5%.

Nella seguente tabella 18 si riporta l'analisi di sensibilità del valore per azione Palingeo su base *fully diluted* come sopra determinato al variare del WACC e del tasso "g".

Tabella 18 – analisi di sensibilità del valore per azione Palingeo (metodo DCF)

Importi in €		Tasso di crescita "g" (%)				
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
WACC (%)	10,00%	6,34	6,64	6,96	7,32	7,73
	10,10%	6,28	6,56	6,88	7,24	7,63
	10,20%	6,22	6,49	6,80	7,15	7,54
	10,24%	6,19	6,47	6,78	7,12	7,50
	10,30%	6,16	6,43	6,73	7,07	7,45
	10,40%	6,10	6,37	6,66	7,00	7,37
	10,50%	6,03	6,30	6,59	6,91	7,27

La tabella 18 mostra una certa sensibilità del valore dell'azione Palingeo al variare del WACC e del tasso "g", che sembra dipendere in misura significativa dalla ristrettezza del periodo di proiezione analitica (n. 3 esercizi), dando luogo ad peso rilevante del Valore Terminale.

Con riferimento alla stima del Valore Terminale, appare ragionevole potersi ritenere che l'applicazione di un tasso "g" pari a zero, l'inclusione nel costo del capitale dell'ARP (rischio aggiuntivo), l'assunzione del flusso di cassa operativo netto (e non del NOPLAT) al termine del periodo di proiezione analitica, che nella fattispecie incorpora assorbimenti di C.C.N. ed investimenti superiori agli ammortamenti, mitighino il potenziale rischio di sopravvalutazione della stima valutativa.

4.2.2. L'applicazione dell'analisi di regressione

Come indicato in precedenza al §4.1., il Professionista ha condotto una serie di analisi su un campione composto da imprese operanti nello stesso settore di Palingeo. Le imprese individuate sono quelle indicate quali comparabili dalla Ricerca Integrae, con l'aggiunta di I.CO.P., ritenuta anche dal documento di ammissione alle negoziazioni di Palingeo concorrente della Società su alcuni segmenti da essa presidiati.

La seguente tabella 19 riporta i multipli di tali imprese unitamente a quelli di Palingeo a fini di raffronto, applicando i prezzi e i tassi di cambio alla data del 4 luglio 2025 e tenendo conto dei dati contabili e dei risultati prospettici 2025-2027 di *consensus* più recenti disponibili alla medesima data (fonte: Factset).

Tabella 19 – multipli di mercato di un campione di società operanti nello stesso settore di Palingeo

Società	Paese	Divisa	Azione	Market	Enterprise	EV/Sales (x)			EV/EBITDA (x)			EV/EBIT (x)		
						2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
			Prezzo	Cap (€m)	Value (€m)									
AF Gruppen ASA Class A	Norvegia	EUR	13,00	1.421	1.518	0,58x	0,56x	0,54x	7,97x	7,17x	6,81x	11,94x	10,13x	9,45x
Peab AB Class B	Svezia	EUR	6,87	1.797	2.921	0,54x	0,52x	0,50x	8,07x	7,38x	6,95x	12,98x	11,31x	10,31x
Mota-Engil SGPS SA	Portogallo	EUR	3,90	1.198	3.859	0,58x	0,62x	0,60x	4,00x	3,85x	3,75x	6,16x	5,92x	5,80x
Trevi Finanziaria Industriale S.p.A.	Italia	EUR	0,35	108	313	0,46x	0,45x	0,44x	3,65x	3,48x	3,31x	6,83x	6,04x	5,68x
I.CO.P. S.p.A.	Italia	EUR	13,95	419	407	0,77x	0,60x	0,59x	5,18x	3,91x	3,80x	7,56x	5,49x	5,36x
Fluor Corporation	USA	EUR	44,79	7.376	6.112	0,40x	0,38x	0,36x	11,59x	10,47x	8,92x	13,60x	12,58x	10,72x
Media				2.053	2.522	0,56x	0,52x	0,50x	6,74x	6,04x	5,59x	9,84x	8,58x	7,89x
Mediana				1.309	2.219	0,56x	0,54x	0,52x	6,57x	5,54x	5,31x	9,75x	8,08x	7,62x
Palingeo	Italia	EUR	6,04	42	51	0,75x	0,72x	0,68x	3,44x	3,26x	3,09x	4,70x	4,58x	4,42x

Fonte: Factset, prezzi e tassi di cambio al 4 luglio 2025; Ricerca Integrae; elaborazioni del Professionista

Dalla tabella 19 si ricavano i seguenti elementi:

- le imprese selezionate sono caratterizzate da capitalizzazioni di mercato comprese tra € 108 milioni (Trevi Finanziaria Industriale S.p.A.) e € 7.376 milioni (Fluor Corporation), rispetto a quella di Palingeo pari a € 42 milioni, e da dati di *Enterprise Value* compresi tra € 313 milioni (Trevi Finanziaria Industriale S.p.A.) e € 6.112 milioni (Fluor Corporation), in confronto a quello di Palingeo pari a € 51 milioni;
- mentre i multipli *EV/Sales* di Palingeo nei vari anni esaminati risultano generalmente superiori alla media (e su livelli che non sembrano discostarsi troppo da quelli di I.CO.P.), i multipli *EV/EBITDA* e *EV/EBIT* risultano pari a poco più della metà della media del campione.

Al fine di predisporre le analisi di regressione, sono state esaminate, su vari riferimenti temporali, diverse relazioni tra i multipli delle imprese selezionate sopra commentati e specifici dati economici/indicatori in grado di influenzarne i risultati. Sono state escluse le relazioni caratterizzate da valori di R^2 inferiori a 0,55, soglia minima ritenuta statisticamente significativa.

Le relazioni che soddisfano questi criteri, individuate utilizzando i prezzi puntuali alla data del 4 luglio 2025, sono le seguenti:

- Cash conversion*⁽³⁹⁾ dell'EBITDA 2025 rispetto al multiplo *EV/EBITDA* 2025, in quanto esiste una relazione diretta di natura matematica tra il primo indicatore e l'entità del multiplo *EV/EBITDA* (i.e. più elevato è il rapporto tra l'EBITDA al netto degli investimenti e l'EBITDA al lordo degli stessi, maggiore è il multiplo *EV/EBITDA* a parità di altre condizioni)⁽⁴⁰⁾;
- EBIT Margin* (ROS) 2026 e 2027 rispetto al multiplo *EV/Sales*⁽⁴¹⁾ per i corrispondenti anni, poiché si osserva sotto il profilo matematico una relazione diretta tra la redditività delle vendite e l'entità del multiplo *EV/Sales* (i.e. più elevata è la marginalità operativa percentuale sulle vendite, maggiore è il multiplo *EV/Sales* a parità di altre condizioni)⁽⁴²⁾.

Per taluna delle relazioni sopra indicate, oltre al coefficiente R^2 , è stata determinata

⁽³⁹⁾ Misurato come rapporto tra l'EBITDA dedotto degli investimenti (*capex*) e l'EBITDA.

⁽⁴⁰⁾ Cfr. PIV, §III.1.38. e M. MASSARI, G. GIANFRATE, L. ZANETTI, op. cit., pag. 310.

⁽⁴¹⁾ Sia la marginalità sia il multiplo, ancorchè letteralmente riferiti alle *sales*, sono da considerarsi riferiti al valore della produzione.

⁽⁴²⁾ Cfr. M. MASSARI, G. GIANFRATE, L. ZANETTI, op. cit., pag. 311.

l'equazione della retta di regressione lineare nella forma $y = mx + b$.

Una volta determinata la funzione, il valore di y (multiplo) è stato calcolato sostituendo alla variabile x il pertinente dato di Palingeo (a seconda dei casi, la *cash conversion* 2025 o l'*EBIT Margin* 2026/2027).

Il valore di y così ottenuto è stato quindi moltiplicato per la corrispondente variabile economica di Palingeo (a seconda dei casi, l'*EBITDA* 2025 o il valore della produzione 2026/2027) al fine di stimare il relativo *Enterprise Value* della Società.

I risultati sono riportati nella seguente tabella 20.

Tabella 20 – risultati delle analisi di regressione e stima dei relativi *Enterprise Value* di Palingeo alla Data di Riferimento

Società	Cash conversion 2025	EV/ EBITDA 2025	EBIT Margin 2026	EV/Sales 2026	EBIT Margin 2027	EV/Sales 2027
AF Gruppen ASA Class A	94,0%	7,97x	5,5%	0,56x	5,7%	0,54x
Peab AB Class B	81,2%	8,07x	4,6%	0,52x	4,9%	0,50x
Mota-Engil SGPS SA	52,2%	4,00x	10,5%	0,62x	10,3%	0,60x
Trevi Finanziaria Industriale S.p.A.	62,2%	3,65x	7,5%	0,45x	7,7%	0,44x
I.CO.P. S.p.A.	77,6%	5,18x	10,9%	0,60x	11,1%	0,59x
Fluor Corporation	84,8%	11,59x	3,0%	0,38x	3,3%	0,36x
R^2	0,57		0,59		0,60	
Funzione della retta di regressione lineare	14,93x -4,51		2,22x +0,37		2,37x +0,33	
	Cash conversion 2025		EBIT Margin 2026		EBIT Margin 2027	
Variabile x di Palingeo						
Ammontare della variabile x per Palingeo	56,31%		15,64%		15,44%	
Multiplo Palingeo applicabile a Palingeo	3,90x		0,71x		0,70x	
Variabile rilevante di Palingeo	EBITDA '25		Val. prod. '26		Val. prod. '27	
Importo assunto dalla variabile (€ milioni)	14,90		71,60		75,15	
Enterprise Value di Palingeo (€ milioni)	58,12		51,04		52,65	

Dalla tabella 20 si ricava che l'intervallo di *Enterprise Value* stimato applicando le analisi di regressione sopra descritte è compreso (tenuto conto di arrotondamenti al primo decimale) tra un minimo di € 51,00 milioni e un massimo di € 58,10 milioni.

Si procede quindi in tabella 21 alla stima del valore del capitale economico e del valore dell'azione ordinaria Palingeo alla Data di Riferimento.

Tabella 21 – valore del capitale economico della Società e valore per azione Palingeo (analisi di regressione) alla Data di Riferimento

Stima equity value di Palingeo		Cash conv. 2025 vs. EV/EBITDA	EBIT Margin 2026 vs. EV/Sales 2026	EBIT Margin 2027 vs. EV/Sales 2027
A. Enterprise value arrotondato	€ milioni	58,10	51,00	52,60
B. P.F.N. al 30.04.2025	€ milioni	(7,10)	(7,10)	(7,10)
C. T.F.R. al 30.04.2025	€ milioni	(2,02)	(2,02)	(2,02)
D. Fondo rischi al 30.04.2025	€ milioni	(0,40)	(0,40)	(0,40)
E. Equity value (pre-Warrant) (A.+B.+C.+D.) € milioni		48,58	41,48	43,08
F. n. azioni Palingeo in circolazione	# milioni	6,91	6,91	6,91
G. Valore per azione (pre-Warrant) (E./F.) €		7,03	6,00	6,24
H. Prezzo esercizio anticipato Warrant	€	6,05	6,05	6,05
I. n. azioni di compendio (se G.>H.)	# milioni	1,43	-	1,43
L. Aumento di capitale (H.x I.) (se G.>H.)	€ milioni	8,67	-	8,67
M. Equity value (fully diluted) (E.+L.) € milioni		57,24	41,48	51,74
N. n. azioni Palingeo fully diluted (F.+I.)	# milioni	8,34	6,91	8,34
O. Valore per azione (fully diluted) (M./N.) €		6,86	6,00	6,20
P. Effetto diluizione di valore (O./G.-1)	%	-2,4%	0,0%	-0,5%

Dalla tabella 21 sopra riportata si ricava che il valore per azione Palingeo su base *fully diluted* stimato alla Data di Riferimento applicando l'analisi regressione è compreso tra € 6,00 e € 6,86.

4.3. L'analisi dei multipli impliciti nei risultati oggetti mediante l'applicazione del metodo valutativi

La tabella 22 di seguito riepiloga le principali risultanze ottenute per Palingeo mediante applicazione del metodo DCF e dell'analisi di regressione e riporta un'analisi del multiplo EV/EBITDA 2025 implicito nei relativi risultati valutativi in rapporto ai corrispondenti multipli minimi e mediani osservati per il campione di società quotate selezionato.

Tabella 22 – sintesi della stima del valore per azione Palingeo alla Data di Riferimento e analisi dei corrispondenti multipli impliciti

Sintesi valore della Società		Metodo DCF	Analisi di regressione	
			Min	Max
Valore per azione Palingeo	€	6,19	6,00	6,86
Enterprise Value di Palingeo	€ milioni	52,50	51,00	58,10
EBITDA 2025 di Palingeo	€ milioni	14,90	14,90	14,90
Multiplo implicito EV/EBITDA 2025 di Palingeo	(x)	3,52x	3,42x	3,90x
Multiplo minimo EV/EBITDA 2025 - comparabili	(x)	3,65x	3,65x	3,65x
Multiplo mediano EV/EBITDA 2025 - comparabili	(x)	6,57x	6,57x	6,57x
(Sconto)/premio valutazione Palingeo su multiplo minimo	(%)	(3,3%)	(6,1%)	+7,0%
(Sconto)/premio valutazione Palingeo su multiplo mediano	(%)	(46,4%)	(47,9%)	(40,7%)

Come si ricava dalla tabella 22, i risultati dei metodi valutativi applicati a Palingeo, espressi in termini di multiplo EV/EBITDA 2025 implicito, si collocano generalmente al di sotto dei valori minimi e mediani espressi dal campione di riferimento (fatta eccezione per il valore massimo derivante dalle analisi di regressione).

Tale evidenza sembra confermare la prudenza della stima effettuata e ridurre il possibile rischio di una sua sopravvalutazione.

4.4. La stima del valore della Partecipazione alla Data di Riferimento

Sulla base del complesso delle considerazioni fin qui esposte, si procede in tabella 23 alla stima dell'intervallo di valore della Partecipazione alla Data di Riferimento moltiplicando il valore per azione Palingeo per il numero di azioni Palingeo che compongono la Partecipazione oggetto di Conferimento.

Tabella 23 – stima del valore della Partecipazione oggetto di Conferimento alla Data di Riferimento

Sintesi valore della Partecipazione		Minimo	Massimo
Valore per azione Palingeo	€	6,00	6,86
N. azioni Palingeo oggetto di Conferimento	#	2.736.000	2.736.000
Valore della Partecipazione	€	16.416.000,00	18.768.960,00

Dalla tabella 23 si ricava che il valore della Partecipazione oggetto di Conferimento stimato alla Data di Riferimento è compreso tra:

- a) un minimo di € 16.416.000,00; e
- b) un massimo di € 18.768.960,00.

5. CONCLUSIONI

Tenuto conto dell'oggetto e dell'ambito dell'Incarico e del contesto delle complessive operazioni di cui il Conferimento è parte, richiamato l'intero contenuto di questa Relazione e considerati i risultati raggiunti mediante l'applicazione dei criteri valutativi in precedenza descritti, il valore della Partecipazione composta da n. 2.736.000 azioni ordinarie Palingeo oggetto del Conferimento da parte di F.L.S. Holding S.r.l. in favore di I.CO.P. S.p.A. Società Benefit, aventi un valore ciascuna non inferiore a € 6,00, è almeno pari a:

€ 16.416.000,00

* * *

Milano, 11 luglio 2025


(Niccolò Leboffe)

Appendice 1 – stima dell'onerosità lorda dei debiti finanziari di Palingeo

Descrizione	Data sottoscrizione	Data scadenza	Valore originario	Residuo entro 12 mesi	Residuo oltre 12 mesi	Totale A.	Tasso	Base	Spread	Totale B.	Oneri finanziari annuali €'000 C.=A.xB.	
			€'000	€'000	€'000							€'000
Mutuo BCC Brescia n. 1062359	22/02/2021	01/10/2026	800	229	229	457	Variable	EUR 6 M	2,05%	2,00%	4,05%	19
Mutuo MPS n. 994009252	11/04/2019	30/06/2025	1.000	100	-	100	Variable	EUR 6 M	2,05%	1,00%	3,05%	3
Finanziamento Banco BPM n. 04886613	02/11/2020	02/11/2026	500	101	103	205	Fisso	1,50%		1,50%	3,43%	3
Mutuo Banca Intesa n. 11222876	28/01/2021	28/01/2027	1.300	326	357	683	Variable	EUR 1 M	1,93%	1,50%	0,60%	23
Finanziamento CREDEM n. 7563530	06/04/2021	06/04/2026	450	109	36	145	Fisso	0,60%		0,60%	3,05%	1
Finanziamento MPS n. 994148952	06/05/2021	30/04/2027	650	130	173	303	Variable	EUR 6 M	2,05%	1,00%	3,05%	9
Finanziamento Banca Intesa n. 88033	23/06/2021	01/09/2027	510	96	192	288	Variable	EUR 6 M	2,05%	2,80%	4,85%	14
Finanziamento Banco BPM n. 05657541	16/06/2022	31/05/2027	1.000	231	344	574	Variable	EUR 3 M	1,94%	1,55%	3,49%	20
Finanziamento Intesa n. 110500	26/02/2023	31/12/2026	1.000	250	250	500	Variable	EUR 3 M	1,94%	1,65%	3,59%	18
Finanziamento Banco BPM n. 07209711	30/09/2023	31/08/2025	2.000	688	-	688	Variable	EUR 3 M	1,94%	1,05%	2,99%	21
Finanziamento Intesa n. 1018981497	19/04/2024	19/04/2026	2.500	1.258	431	1.689	Fisso	4,00%			4,00%	68
Totale				3.518	2.115	5.633						198
Tasso medio ponderato (totale C./totale A.)												3,52%

Fonte: bilancio 2024 di Palingeo; elaborazioni del Professionista