

**Prof. Massimiliano Nova**

**Banca Ifis S.p.A.**

**Relazione di stima ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b) c.c. avente ad oggetto il valore delle azioni di Illimity Bank S.p.A. oggetto di possibile conferimento in natura nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio volontaria e totalitaria ex art. 102 TUF**

**27 marzo 2025**

Prof. Massimiliano Nova

## Indice

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. Contesto e incarico .....</b>  | <b>2</b>  |
| <b>2. Data di riferimento e documentazione .....</b>                           | <b>4</b>  |
| <b>3. Lavoro svolto.....</b>   | <b>5</b>  |
| <b>4. Limiti, assunti e difficoltà valutative.....</b>                         | <b>6</b>  |
| <b>5. Descrizione di Illimity e situazione patrimoniale al 31.12.2024.....</b> | <b>8</b>  |
| <b>6. I criteri di valutazione adottati .....</b>                              | <b>11</b> |
| 6.1 Principi generali .....  | 11        |
| 6.2 Scelta dei criteri di valutazione .....                                    | 13        |
| <b>7. La stima del valore delle azioni di Illimity.....</b>                    | <b>15</b> |
| 7.1 Il metodo delle quotazioni di Borsa.....                                   | 15        |
| 7.2 Il metodo dei multipli di Borsa .....                                      | 16        |
| 7.3 Il metodo dell'analisi di regressione .....                                | 17        |
| 7.4 Il metodo dei Target Price .....   | 18        |
| <b>8. Conclusioni .....</b>  | <b>18</b> |

Prof. Massimiliano Nova

## 1. Contesto e incarico

Le informazioni necessarie per contestualizzare la presente relazione sono di seguito indicate.

- Banca Ifis (“**Banca Ifis**” o l’“**Offerente**”) è una banca quotata sul mercato azionario regolamentato e gestito da Borsa Italiana, attiva nei servizi bancari per imprese e privati con focus prioritario sulla gestione di crediti deteriorati (NPL) e sullo specialty finance.
- In data 8.1.2025, Banca Ifis ha comunicato, ai sensi e per gli effetti dell’art. 102, comma 1, del TUF e dell’articolo 37 del Regolamento Emittenti, di aver assunto la decisione di promuovere un’Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio volontaria totalitaria (“**Offerta**”) avente ad oggetto il 100% delle azioni emesse da Illimity Bank S.p.A. (“**Illimity**” o l’“**Emittente**”) e cioè n. 84.067.808 azioni ordinarie, ivi incluse le azioni proprie detenute dall’Emittente<sup>1</sup>.
- Illimity è una banca quotata sul segmento Euronext Star Milan, operante nei servizi bancari per imprese e privati con focus sia sui servizi tradizionali che sulla gestione di crediti deteriorati e sullo specialty finance.
- Per ciascuna azione dell’Emittente portata in adesione all’Offerta, Banca Ifis offrirà un corrispettivo unitario (“**Corrispettivo**”), non soggetto ad aggiustamenti, costituito da (i) una componente in azioni rappresentata da n. 0,1 azioni ordinarie di nuova emissione dell’Offerente e (ii) una componente in denaro pari a € 1,414. Pertanto, per ogni n. 10 azioni di Illimity oggetto dell’Offerta, saranno corrisposti n. 1 azione ordinaria di Banca Ifis e un corrispettivo in denaro pari a € 14,14.
- Ne consegue che, in caso di adesione integrale all’Offerta da parte di tutti gli azionisti dell’Emittente, saranno emesse n. 8.406.781 azioni di Banca Ifis al servizio del conferimento e sarà corrisposto un ammontare in denaro pari a € 118.871.881.
- L’OPAS, che prevede la successiva fusione per incorporazione di Illimity in Banca Ifis, è finalizzata ad accelerare il percorso di crescita dell’Offerente e a consolidare la sua leadership nel mercato italiano dello specialty finance ampliando la base delle PMI clienti ed entrando in nuovi segmenti di business.

---

<sup>1</sup> Cfr. Comunicazione ex art. 102 TUF del 8.1.2025.

Prof. Massimiliano Nova

L'operazione, per quanto descritto nei comunicati stampa, conta su una visione industriale e finanziaria robusta e di lungo termine, garantita altresì dalla governance stabile dell'Offerente.

- L'Offerta è condizionata all'ottenimento delle autorizzazioni regolamentari e all'avveramento delle condizioni ivi stabilite, tra le quali è rilevante la "condizione soglia" che consiste nel raggiungimento di un livello minimo del capitale sufficiente per ottenere il controllo dell'Emittente.
- Nel suo insieme e sulla base dei prezzi ufficiali di Borsa al 7.1.2025 (giorno antecedente la comunicazione dell'OPAS), il Corrispettivo dell'Offerta esprime una valorizzazione per azione dell'Emittente pari a € 3,55<sup>2</sup>. Il Corrispettivo esprime quindi un "premio" pari al 5,8% rispetto alle quotazioni del titolo Illimity del giorno antecedente alla comunicazione<sup>3</sup> e pari al 7,9% rispetto alle quotazioni medie dell'ultimo mese<sup>4</sup>.
- Le azioni di nuova emissione di Banca Ifis a servizio dell'Offerta saranno emesse nell'ambito di un aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, c.c. riservato in sottoscrizione agli aderenti all'Offerta ("**Aumento di Capitale**"), da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni di Illimity portate in adesione all'Offerta ("**Conferimento**").
- In data 8.1.2025, il Consiglio di Amministrazione di Banca Ifis ha deliberato di sottoporre all'assemblea straordinaria dei soci, convocata per il 17.4.2025, la proposta di delegare l'organo amministrativo, ai sensi dell'art. 2443 c.c., ad approvare l'Aumento di Capitale a servizio dell'Offerta, in via scindibile e in più tranches, da liberarsi mediante il Conferimento e, dunque, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma 4, c.c. e con emissione di massime n. 8.406.781 azioni ordinarie dell'Offerente.
- Il Consiglio di Amministrazione ("**CdA**") di Banca Ifis ha altresì deliberato, ai sensi dell'art. 2440, comma 2, c.c., di avvalersi della disciplina di cui agli artt.

---

<sup>2</sup> Il Corrispettivo è stato in particolare determinato sul presupposto che l'Emittente e l'Offerente, prima della data di pagamento del Corrispettivo, non approvino o diano corso a distribuzioni di dividendi. Esso esprime un controvalore complessivo quantificabile, in ipotesi di adesione integrale all'Offerta, in circa € 298 mln (importo comprensivo del prezzo relativo alle azioni proprie).

<sup>3</sup> Tale quotazione era pari a € 3,356.

<sup>4</sup> La quotazione media ponderata era pari a € 3,291.

Prof. Massimiliano Nova

2343-ter e 2343-quater c.c. per la stima delle azioni di Illimity oggetto dell'Offerta.

In tale contesto, il sottoscritto Prof. Massimiliano Nova (l'“**Esperto**”), Dottore Commercialista e Revisore Legale, è stato incaricato di redigere, sulla base delle informazioni disponibili (cfr. § 2), la relazione di stima ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b), c.c., funzionale al Conferimento, avente ad oggetto il valore delle azioni costitutive del 100% del capitale di Illimity in vista della deliberazione dell'Aumento di Capitale (“**Relazione**”).

Finalità della relazione è, in particolare, l'espressione di un parere indipendente, coerente con le disposizioni dell'art. 2343-ter c.c., volto a verificare che il valore del bene oggetto del Conferimento non sia inferiore a quello ad esso attribuito ai fini dell'Aumento di Capitale, comprensivo di sovrapprezzo. In altri termini, scopo della stima è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria possa risultare artificialmente incrementato.

## 2. Data di riferimento e documentazione

La data di riferimento della stima è il 31.12.2024, coincidente con la data dell'ultima situazione patrimoniale ed economica dell'Emittente, approvata dal CdA di Illimity del 12.3.2025 (“**Data di Riferimento**”). La Data di Riferimento è altresì prossima a quella dell'annuncio dell'Offerta.

I parametri finanziari e di mercato utilizzati nella stima sono aggiornati a data prossima a quella di emissione della Relazione.

Si ricorda che il presente documento è redatto ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), c.c. e, dunque, è valido a condizione che la Data di Riferimento preceda di non oltre sei mesi il Conferimento delle azioni dell'Emittente nell'Offerente in esecuzioni dell'Aumento di Capitale; ciò fatti salvi eventuali successivi aggiornamenti che siano richiesti dagli Amministratori dell'Offerente.

Quanto alla documentazione utilizzata, l'Esperto non ha avuto accesso a informazioni private relative all'Emittente. Pertanto, le analisi condotte si sono basate esclusivamente su dati e informazioni pubblicamente disponibili. Tale aspetto caratterizza i contenuti ed i risultati delle analisi valutative descritte nella

Prof. Massimiliano Nova

Relazione, per quanto riguarda le scelte metodologiche assunte, i riscontri effettuati e i risultati ottenuti.

Ciò chiarito, ai fini dell'esecuzione dell'incarico, sono stati acquisiti ed esaminati i seguenti elementi informativi:

- bilancio consolidato di Illimity al 31.12.2023;
- resoconti intermedi consolidati di Illimity al 30.6.2024 e al 30.9.2024;
- comunicazione al mercato del 8.1.2025 dal titolo *“Offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria promossa da Banca Ifis S.p.A. sulla totalità delle azioni di Illimity Bank S.p.A.”* dell'8.01.2025 e altre comunicazioni successive riguardanti l'Offerta;
- comunicati stampa emessi da Illimity in data 11.2.2025, 5.3.2025 e 12.3.2025 aventi ad oggetto, rispettivamente, la presentazione e l'aggiornamento dei risultati preliminari dell'esercizio 2024 e l'approvazione del progetto di bilancio d'esercizio e di bilancio consolidato al 31.12.2024;
- equity report recenti emessi dagli analisti finanziari che coprono il titolo Illimity e stime di consensus attinenti all'evoluzione delle performance economiche e patrimoniali di Illimity per gli esercizi successivi al 2024;
- dati di mercato tratti da informazioni pubbliche e da database specializzati (e.g. FactSet).

### 3. Lavoro svolto

In coerenza con le consuetudini di prassi in operazioni simili e con l'incarico, l'Esperto ha svolto le seguenti principali attività:

- esame dei documenti e delle informazioni raccolte;
- analisi dell'andamento economico storico e corrente di Illimity, nonché dell'andamento atteso dei risultati economici;
- analisi delle stime di consensus degli analisti;
- analisi del mercato di riferimento;
- identificazione dei criteri di valutazione ritenuti applicabili nel caso di specie, tenuto conto delle indicazioni di dottrina e prassi e dei vincoli informativi;
- sviluppo del modello valutativo ed elaborazione delle analisi di sensitività;

Prof. Massimiliano Nova

- elaborazione della presente Relazione che sintetizza le conclusioni del lavoro svolto.

#### **4. Limiti, assunti e difficoltà valutative**

L'analisi è stata sviluppata sulla base dei limiti, degli assunti e dei profili di difficoltà valutativa di seguito riportati, che debbono essere considerati nell'interpretazione dei risultati e delle conclusioni esposti nella Relazione.

- Le analisi valutative sono basate esclusivamente su informazioni e documenti pubblicamente disponibili attinenti ad Illimity. Data la natura dell'incarico, la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati e documenti utilizzati è di esclusiva competenza del management dell'Emittente e di chi ha redatto le informazioni utilizzate.
- L'Esperto ha fatto pieno affidamento sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tutti i documenti e delle informazioni, finanziarie e di altra natura, pubblicamente disponibili, senza aver effettuato alcuna verifica autonoma degli stessi.
- L'incarico non ha previsto lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuiti Principi di Revisione, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, l'Esperto non esprime alcun parere né alcuna altra forma di giudizio sui bilanci di Illimity o su qualsiasi altra informazione finanziaria, e sui controlli operativi o interni delle stesse, sui loro assetti amministrativi, organizzativi e contabili, incluso il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.
- In particolare, l'Esperto segnala che non è ancora disponibile la relazione di revisione al progetto di bilancio 2024 di Illimity, comunicato in data 12.3.2025, e che lo scrivente ha fatto pieno affidamento sulla correttezza e ragionevolezza dei dati contabili ivi rappresentati.
- L'Esperto ha assunto che i documenti e le informazioni utilizzati siano stati predisposti in buona fede, oltre che su basi che riflettono le convinzioni e le previsioni condivise dal management dell'Emittente e la conformità delle stesse alle leggi e alla normativa vigente. Nulla di quanto contenuto nella presente Relazione è o potrà essere ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri delle società coinvolte nell'Offerta.

Prof. Massimiliano Nova

- L'Esperto ha utilizzato, nell'ambito del modello valutativo, dati relativi a quotazioni e parametri di mercato che possono essere soggetti a fluttuazioni, anche significative, a causa delle turbolenze e volatilità dei mercati. Tale aspetto, intrinseco ed ineliminabile nelle stime d'azienda, è tale potenzialmente da condizionare i risultati delle analisi valutative e le sue eventuali variazioni nel tempo.
- La Relazione è riferita al 31.12.2024 e si fonda sulle informazioni esterne disponibili fino a data prossima a quella di emissione. L'Esperto segnala che gli sviluppi di mercato o aziendali successivi ad oggi potrebbero influire, anche in maniera significativa, sulle conclusioni riportate nella Relazione. Pertanto, qualora si verificassero fatti che comportino modifiche di rilievo delle informazioni finanziarie, economiche e patrimoniali delle società analizzate, potrebbero venire meno alcuni presupposti delle analisi effettuate e, pertanto, anche le valutazioni e conclusioni espresse nella presente relazione. Al di fuori quanto espressamente previsto, l'Esperto non assume alcun obbligo di aggiornare, rivedere o riconfermare le conclusioni ivi contenute.
- L'Esperto segnala che, per sua natura, l'analisi valutativa non rappresenta una mera applicazione di criteri e formule, ma è il risultato di un processo complesso di analisi e stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività e che deve essere interpretato in modo unitario ed olistico.
- Le stime esposte nella Relazione sono basate sul complesso delle indicazioni e analisi in essa contenute; pertanto, nessuna parte della Relazione potrà essere considerata o comunque utilizzata disgiuntamente dalla stessa nella sua interezza.
- Le analisi finalizzate alla stima del valore delle azioni dell'Emittente sono state effettuate in ipotesi di continuità aziendale e in ipotesi cosiddetta "stand-alone", ovvero di mantenimento delle normali condizioni di funzionamento. Pertanto, le azioni dell'Emittente sono state valutate in ottica "stand-alone", senza tenere conto di operazioni gestionali straordinarie e delle possibili sinergie specifiche che potrebbero conseguire dall'operazione.
- La Relazione presenta le finalità richieste dall'art. 2343-ter c.c. e quindi è orientata a definire il limite massimo dell'aumento di capitale, comprensivo del sovrapprezzo, dell'Offerente. Pertanto, la Relazione non fornisce un parere

Prof. Massimiliano Nova

sulla congruità del Corrispettivo offerto né sul rationale strategico dell'operazione, scelte che rimangono di competenza degli Organi di governo dell'Offerente.

- La Relazione è elaborata nell'ambito dell'operazione di Conferimento in esame e non può essere utilizzata per finalità differenti da quelle per le quali è stata predisposta. L'Esperto non potrà essere ritenuto in nessun caso responsabile per perdite o danni, di qualunque natura o genere, che dovessero essere subiti da terzi a seguito dell'utilizzo improprio e non autorizzato del presente documento.
- L'attività svolta dall'Esperto, sopra sintetizzata al § 3, non ha determinato alcun coinvolgimento nella gestione di Banca Ifis e/o nell'apprezzamento della convenienza economica dell'operazione. Inoltre, l'attività svolta non ha compreso assistenza e/o consulenza di natura legale, fiscale, regolamentare, contrattuale e normativa.

## 5. Descrizione di Illimity e situazione patrimoniale al 31.12.2024

Il Conferimento ha formalmente ad oggetto un bene “di primo livello” costituito dalle azioni rappresentative dell'intero capitale di Illimity. Peraltro, al di sotto dello schermo giuridico costituito dal pacchetto azionario, l'oggetto sostanziale del Conferimento è rappresentato dal bene “di secondo livello” e cioè dalle consistenze patrimoniali ed economiche della società Emittente.

Illimity nasce nel 2018 a seguito dell'acquisizione di Banca Interprovinciale e del perfezionamento della fusione con Spaxs come banca attiva nell'erogazione e nella gestione del credito. In particolare, essa fornisce credito alle PMI, acquista e gestisce crediti deteriorati attraverso la propria piattaforma e offre servizi di banca digitale.

Le attività di Illimity sono attualmente strutturate in cinque aree di business:

- distressed credit*: tale divisione si occupa di acquisto e gestione di crediti deteriorati (NPL) sul mercato primario e secondario;
- growth credit*: tale divisione ha l'obiettivo di servire imprese caratterizzato da uno standing creditizio non elevato ma connotate di buon potenziale;

Prof. Massimiliano Nova

- (iii) *investment banking*: tale divisione è responsabile della definizione e dell'esecuzione delle attività di capital markets, della negoziazione di derivati e della strutturazione di operazioni di finanza strutturata;
- (iv) *b-ilty*: tale divisione offre prodotti e servizi di digital banking;
- (v) *digital*: tale divisione è infine responsabile, oltre che della gestione dell'infrastruttura IT, della gestione della piattaforma di funding.

Occorre precisare che nel corso del 2024 Illimity ha avviato un processo di riorganizzazione del proprio modello di business incentrato sul progressivo abbandono della gestione di crediti deteriorati come attività principale (nel 2023 tale business ricopriva il 46% del fatturato rispetto al 31% del 2024) a vantaggio del cosiddetto "corporate banking" legato ai servizi bancari tradizionali, con focus su credito e servizi alle PMI in ambito performing, ristrutturazione e rilancio (nel 2023 tale business ricopriva il 29% del fatturato rispetto al 35% del 2024).

Con riguardo ai risultati economici e alle consistenze patrimoniali di Illimity al 31.12.2024, si osserva in estrema sintesi quanto segue.

- In data 11.2.2025, il CdA comunicava di aver approvato i risultati preliminari dell'esercizio 2024, alla luce "*del completamento del riposizionamento strategico verso un business focalizzato nel credito alle PMI e degli impatti straordinari registrati nell'ultimo trimestre dell'anno*"<sup>5</sup>. Tali risultati davano evidenza di una redditività operativa in crescita (+21% y-o-y) e di alcune rettifiche e svalutazioni (per complessivi € 118 mln) registrate nel quarto trimestre 2024<sup>6</sup>.
- Con successivo comunicato del 5.3.2025, Illimity comunicava di essere "*venuta a conoscenza di elementi nuovi riguardanti il potenziale esito di un contenzioso che incide sulla valutazione di una specifica nota senior di cartolarizzazione connessa a operazioni di trasformazione di attivi non performing effettuate a inizio 2024*" e dava atto dell'emersione di ulteriori rettifiche di valore per un ammontare complessivo di circa € 53,5 mln<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Cfr. Comunicato di Illimity del 11.2.2025.

<sup>6</sup> Tali rettifiche includono, in particolare, svalutazioni di avviamenti per € 39 mln, accantonamenti per rischi e oneri per € 20 mln e rettifiche su note di cartolarizzazione e quote di fondi per € 59 mln.

<sup>7</sup> Cfr. Comunicato di Illimity del 5.3.2025.

Prof. Massimiliano Nova

- Infine, con comunicato del 12.3.2025, il CdA approvava il progetto del bilancio d’esercizio e consolidato al 31.12.2024. In linea con quanto riferito nei comunicati precedenti, veniva confermata la crescita degli attivi (pari a € 8,4 mld, +16% rispetto all’anno precedente) e della redditività operativa, mentre le rettifiche e svalutazioni di natura straordinaria registrate nel 2024 venivano confermate di importo pari a complessivi € 172 mln, portando a un risultato netto consolidato negativo per € 38,4 mln.
- Nonostante gli interventi straordinari connessi alle rettifiche di valore, la posizione di capitale della banca è indicata dal CdA “*caratterizzata da un’elevata solidità<sup>8</sup>*”, come testimoniato da attività ponderate per il rischio (RWA) pari a € 5.192 mln (in crescita rispetto al 2023), un patrimonio di vigilanza primario (CET1 Capital) di circa € 720 mln, un CET1 ratio phased-in pari al 13,9% (13,4% fully phased) e un Total Capital ratio phased-in pari al 17,8% (17,3% fully loaded).

La situazione patrimoniale di Illimity al 31.12.2024 è di seguito rappresentata.

**Tabella 1 – Situazione patrimoniale di Illimity al 31.12.2024**

| €/mln  | 31.12.2024   |
|--|--------------|
| Cassa e disponibilità liquide                        | 387          |
| Impeghi verso banche e altre istituzioni finanziarie | 306          |
| Impeghi verso clientela                              | 4.712        |
| Attività finanziarie Held To Collect (HTC)           | 942          |
| Attività finanziarie Held To Collect & Sell (HTCS)   | 748          |
| Attività finanziari valutati al FVTPL                | 563          |
| Partecipazioni                                       | 140          |
| Avviamento   | 34           |
| Immobilizzazioni immateriali                         | 31           |
| Altre attività (incluse imm. mat e attività fiscali) | 538          |
| <b>Totale attività</b>                               | <b>8.403</b> |
| Debiti verso banche                                  | 865          |
| Debiti verso clientela                               | 5.307        |
| Titoli in circolazione                               | 1.052        |
| Patrimonio netto                                     | 899          |
| Altre passività                                      | 279          |
| <b>Totale passività</b>                              | <b>8.403</b> |

La tabella sopra riportata mostra la rappresentazione delle principali grandezze patrimoniali consolidate di Illimity e riflette in particolare le seguenti voci:

<sup>8</sup> Cfr. Comunicato di Illimity del 12.3.2025.

Prof. Massimiliano Nova

- il totale delle attività della banca è pari a € 8.403 mln (in aumento del 16% rispetto al 2023);
- gli impieghi verso la clientela superano gli € 4.700 mln (in aumento del 16% rispetto al 2023), nonostante rimborsi anticipati per oltre € 500 mln, con un mix sempre più focalizzato sul credito alle PMI a fronte del riposizionamento che ha ridotto gradualmente l'esposizione diretta in portafoglio NPE (-72% rispetto al 2023);
- le attività finanziarie “Held To Collect” ammontano a € 942 mln e includono il portafoglio titoli valutato al costo ammortizzato;
- le attività finanziarie “Held To Collect & Sell” sono pari ad € 748 mln e comprendono il portafoglio titoli e i crediti della divisione “specialised credit”, oggetto di potenziale cessione;
- i debiti verso la clientela sono pari a ca. € 5.300 mln e corrispondono a ca. il 63% del totale passività (in aumento del 18,2% rispetto al 2023);
- il patrimonio netto consolidato è pari a € 899 mln, al netto della perdita riferita all'esercizio 2024.

## 6. I criteri di valutazione adottati

### 6.1 Principi generali

Come indicato al § 1, la presente stima si innesta nell'operazione di OPAS lanciata da Banca Ifis su Illimity, che potrebbe portare al Conferimento delle azioni di Illimity in Banca Ifis e al connesso Aumento di Capitale.

Come noto, le stime di valore nell'ambito delle operazioni di conferimento, in linea generale, sono ancorate al rispetto delle regole codicistiche di cui agli articoli 2343, comma 1, c.c. e 2343-ter c.c. Pertanto, le stime di conferimento debbono essere ispirate ad un canone generale di ragionata prudenza, da interpretare in coerenza con la sostanza economica dell'operazione.

In tale contesto, la finalità tipica della Relazione è l'espressione di un parere professionale indipendente volto a verificare che il valore dei beni conferiti non sia inferiore a quello ad esso attribuito ai fini del previsto Aumento di Capitale. Nel caso in esame, posto che non si conosce ancora la misura effettiva

Prof. Massimiliano Nova

dell’Aumento di Capitale, che sarà determinabile solo al momento dell’esecuzione dello stesso in funzione dell’adesione all’Offerta, la stima è volta a definire, nelle condizioni attuali, il valore minimo del bene conferito che dovrà essere utilizzato ai fini della determinazione del capitale sociale e del sovrapprezzo nell’Aumento di Capitale al servizio dell’Offerta.

I principi generali che debbono orientare, secondo le indicazioni di dottrina e prassi, le stime di conferimento sono i seguenti:

- il processo valutativo deve essere ispirato a un atteggiamento ragionatamente prudente, posto che la stima è finalizzata a garantire i creditori e i terzi circa l’effettività del valore del capitale della conferitaria;
- l’unità di valutazione è rappresentata dal complesso dei beni oggetto di conferimento. Pertanto, la stima deve essere svolta in logica unitaria sul complesso organizzato dei beni, inteso quale entità funzionante (going concern) capace di produrre reddito;
- la configurazione di valore rilevante è rappresentata dal *valore di mercato* dei beni, inteso quale “*prezzo al quale verosimilmente la medesima [attività o passività] potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolare pressioni (obblighi a comprare o vendere)*”<sup>9</sup>. Si tratta della nozione di valore frequentemente denominata, nella prassi, come valore economico o *fair value* (nel seguito, semplicemente “valore”) <sup>10</sup>;
- il valore deve essere determinato secondo i requisiti fondamentali delle stime d’azienda, ovvero la razionalità, l’obiettività, la dimostrabilità e la neutralità del procedimento di stima adottato;

---

<sup>9</sup> Cfr. Principi Italiani di Valutazione (PIV), § I.6.3.

<sup>10</sup> Peraltro, tenuto conto delle finalità delle stime per conferimento, il valore di mercato è tipicamente declinato, nel caso del conferimento, attraverso il minore tra il valore intrinseco (che apprezza le capacità reddituali dell’azienda nella prospettiva del soggetto detentore) ed il valore derivante da una cessione a terzi (che apprezza, nella prospettiva esterna dei partecipanti al mercato, l’utilizzo migliore e più conveniente dell’azienda).

Prof. Massimiliano Nova

- il valore deve essere determinato nelle condizioni correnti d'impresa e d'ambiente (valore "stand-alone") e con esclusione dei benefici economici attesi che potrebbero derivare a seguito del conferimento (valore "as is").

Peraltro, il Conferimento si inquadra, nel caso di specie, nel contesto di un'OPAS. Pertanto, in termini sostanziali, deve essere considerato che il Conferimento potrà avere luogo solo se il Corrispettivo dell'Offerta verrà ritenuto adeguato e soddisfacente per i destinatari (e dunque per gli azionisti di Illimity). Da ciò consegue che i principi prudenziali che orientano le stime di conferimento debbano essere interpretati anche avendo riguardo della sostanza economica della prospettata operazione e tenendo conto delle sue specificità e dunque con l'obiettivo di verificare, sulla base delle informazioni disponibili e secondo aspettative ragionevoli, che il valore attribuito alle azioni dell'Emittente esprima un valore recuperabile<sup>11</sup> per un generico investitore in un'ottica stand-alone e dunque prescindendo da specifiche sinergie o efficientamenti realizzabili da un determinato acquirente e/o da eventuali costi di integrazione ma considerando, laddove applicabile, il premio di controllo mediamente riconosciuto in operazioni simili.

## 6.2 Scelta dei criteri di valutazione

Come riferito, oggetto della presente stima è il valore delle n. 84.067.808 azioni ordinarie di Illimity (inclusive delle azioni proprie) oggetto dell'Offerta e costitutive, alla data odierna, dell'intero capitale sociale dell'Emittente.

Ciò posto e alla luce delle considerazioni che precedono, la scelta dei criteri di stima<sup>12</sup> utilizzati per determinare il valore delle azioni di Illimity è stata effettuata

---

<sup>11</sup> Il valore recuperabile di un'attività è definito dal principio contabile IAS 36 come il maggiore tra il fair value (al netto dei costi di dismissione) e il valore d'uso.

<sup>12</sup> La dottrina aziendale e la pratica professionale hanno elaborato metodi diversi per la stima del valore del capitale economico delle aziende. Tra di essi si ricordano sinteticamente: (i) i metodi patrimoniali, che stimano il valore del capitale sulla base del valore corrente degli elementi attivi e passivi che integrano il patrimonio aziendale; (ii) i metodi reddituali, che stimano il valore del capitale in funzione delle prospettive di generazione di reddito; (iii) i metodi misti patrimoniali-reddituali, che combinano i principi dei metodi patrimoniali con quelli dei metodi reddituali; (iv) i metodi finanziari, che si fondano sui flussi di cassa prospettici dell'azienda; (v) i metodi dei multipli, che determinano il valore del capitale

*Prof. Massimiliano Nova*

considerando la finalità dell'incarico, la natura dell'attività dell'Emittente, il complessivo contesto di riferimento, nonché i limiti dettati dai dati e dalle informazioni effettivamente disponibili.

Nella fattispecie, come già rilevato, in assenza di informazioni private relative ai programmi strategici e alle performance future della società Emittente, le analisi sono state sviluppate esclusivamente sulla base di dati e informazioni pubblicamente disponibili. In particolare, sono stati osservati i risultati storici e correnti di Illimity (anche alla luce dei vari comunicati che hanno interessato i risultati dell'esercizio 2024), l'andamento delle quotazioni di Borsa del titolo e, per quanto rilevante, le previsioni di consensus e le raccomandazioni fornite dagli analisti finanziari.

Sulla base di tali informazioni, nello sviluppo delle analisi valutative, si è ritenuto opportuno utilizzare una pluralità di criteri. In particolare, sono stati considerati:

1. il metodo delle quotazioni di Borsa (§ 7.1);
2. il metodo dei multipli di Borsa (§ 7.2);
3. il metodo dell'analisi di regressione (§ 7.3);
4. il metodo dei Target Price degli analisti (§ 7.4).

Al riguardo, si osserva che, in assenza di informazioni specifiche e complete inerenti ai risultati prospettici di Illimity e/o di dati di consensus assestati e aggiornati anche alla luce degli eventi recenti e delle circostanze che hanno condotto all'aggiornamento dei risultati del 2024, non si è ritenuto validamente utilizzabile il metodo di valutazione finanziario basato sui dividendi attesi (cosiddetto Dividend Discount Model o DDM), frequentemente adottato per imprese bancarie. Ciò in quanto, in carenza di informazioni sufficientemente articolate, l'applicazione di tale criterio avrebbe comportato l'utilizzo di ipotesi e parametri tecnici altamente soggettivi e discrezionali e quindi il criterio non avrebbe soddisfatto i requisiti di oggettività e razionalità che debbono orientare una stima di conferimento.

---

sulla base dei moltiplicatori impliciti nei prezzi di Borsa e/o di transazioni di società comparabili rispetto a quella oggetto di stima; (vi) il metodo delle quotazioni di Borsa e dei target price degli analisti (considerati rilevanti per le aziende quotate); (vii) i metodi basati sui dividendi attesi (c.d. Dividend Discount Model).

Prof. Massimiliano Nova

## 7. La stima del valore delle azioni di Illimity

### 7.1 Il metodo delle quotazioni di Borsa

Il metodo delle quotazioni di Borsa individua un riferimento fondamentale ai fini della stima del valore di mercato delle azioni di una società quotata nel valore attribuito dal mercato borsistico nel quale tali azioni sono negoziate, osservato lungo orizzonti temporali significativi.

Secondo tale approccio, i corsi di Borsa dei titoli azionari liquidi di società quotate in mercati efficienti rappresentano un indicatore affidabile del valore del capitale della società, in quanto tendono a riflettere tutte le informazioni disponibili per gli investitori in relazione alla società stessa<sup>13</sup>.

Nel caso di specie, si è fatto riferimento alle quotazioni di Borsa dell'azione Illimity, osservate lungo orizzonti temporali diversi a partire dal 7.1.2025, che coincide con il giorno antecedente all'annuncio dell'operazione. Tale data è significativa in quanto i prezzi dell'azione Illimity non incorporano ancora gli effetti diretti e/o indiretti derivanti dalla comunicazione dell'Offerta al mercato.

Nello specifico, le quotazioni di Borsa sono state osservate secondo i seguenti orizzonti temporali:

- prezzo ufficiale al 7.1.2025;
- media dei prezzi ufficiali nel mese precedente al 7.1.2025;
- media dei prezzi ufficiali nei tre mesi precedenti al 7.1.2025<sup>14</sup>.

La scelta degli orizzonti temporali è volta da un lato ad incorporare nelle stime informazioni sufficientemente aggiornate sul quadro economico dell'Emittente, e d'altro lato a mitigare eventuali fluttuazioni di breve termine.

---

<sup>13</sup> Ciò in quanto il livello delle quotazioni esprime il risultato di un processo sistematico di negoziazione degli operatori di mercato e riflette le loro aspettative in merito ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica della società.

<sup>14</sup> Fonte dati: database FactSet. Le medie sono state calcolate quali medie aritmetiche e medie ponderate per i volumi scambiati.

Prof. Massimiliano Nova

## 7.2 Il metodo dei multipli di Borsa

Il criterio dei multipli di Borsa si basa sull'osservazione di multipli correnti, calcolati sulla base di dati del mercato borsistico, determinati con riferimento a un campione di società ritenute comparabili a quella oggetto di valutazione<sup>15</sup>.

Nel caso di specie, l'applicazione del criterio dei multipli di Borsa ha richiesto i seguenti passaggi: (i) la scelta dei moltiplicatori da applicare, (ii) l'identificazione delle imprese comparabili, (iii) il calcolo dei moltiplicatori per tali imprese, (iv) l'applicazione dei moltiplicatori alle pertinenti grandezze economiche di Illimity.

Si segnala che il metodo dei multipli si fonda sull'ipotesi di affinità tra l'entità oggetto di stima e quelle che compongono il campione, per cui la significatività dello stesso dipende sempre dalla confrontabilità del campione.

Con riguardo agli step applicativi, si rileva quanto segue:

- si è fatto ricorso al multiplo Prezzo / Utile netto ("P/E"), ovvero di un moltiplicatore largamente utilizzato nella prassi professionale per le stime del valore di mercato di società operanti nel settore bancario, posto che rapporta il dato di market cap ricavabile dalle indicazioni del mercato borsistico al risultato netto della società (utile netto);
- con riguardo alla selezione del campione, si è tenuto conto di diversi fattori tra cui, in particolar modo, il funzionamento del settore di riferimento, la dimensione, la diversificazione geografica, la redditività e l'intensità degli scambi sul mercato azionario, ecc. Ad esito di tale processo, è stato selezionato un campione costituito sia dalle principali banche italiane quotate che svolgono attività tradizionale, sia da un gruppo di operatori (italiani ed esteri) specializzati nello specialty finance;
- il multiplo P/E delle società del campione è stato calcolato sia con riguardo ai risultati consuntivi (2024)<sup>16</sup> che ai risultati prospettici (2025 e 2026) in base al consensus degli analisti finanziari<sup>17</sup>;

---

<sup>15</sup> Si osserva che l'individuazione di un campione di società comparabili rappresenta sovente un procedimento necessariamente discrezionale e in parte soggettivo che, tra l'altro, può comportare l'inclusione nel campione considerato di società non direttamente e/o pienamente confrontabili con la realtà oggetti di valutazione in termini di attività, dimensioni e profilo economico-finanziario.

<sup>16</sup> Valori desunti dai progetti di bilanci 2024 e/o dai comunicati stampa relativi.

<sup>17</sup> Fonte consensus: FactSet.

Prof. Massimiliano Nova

- i multipli sono stati portati a sintesi utilizzando il dato mediano del campione, che è stato applicato al risultato netto “adjusted” 2024<sup>18</sup> di Illimity e ai risultati di consensus attesi per il 2025 e il 2026<sup>19</sup>.

### 7.3 Il metodo dell’analisi di regressione

Il metodo dell’analisi di regressione stima il valore dell’azienda sulla base della correlazione esistente tra la redditività del capitale netto e il multiplo tra capitalizzazione di mercato e patrimonio netto. Tale correlazione può essere apprezzata tramite una regressione lineare dei dati riguardanti la redditività netta attesa (espressa dall’indice “Return on tangible equity” o “ROTE”) e il rapporto tra la capitalizzazione di mercato del patrimonio netto tangibile (“P/TBV”) per un campione di società comparabili quotate. La logica di fondo del metodo è che il valore di mercato del capitale deve essere proporzionalmente relazionato alla redditività del capitale investito.

Nel caso di specie, l’applicazione del metodo dell’analisi di regressione si è articolata nelle seguenti fasi:

- determinazione del campione su cui effettuare l’analisi di regressione. Nella circostanza, si è fatto riferimento allo stesso campione utilizzato nell’applicazione del metodo dei multipli;
- calcolo, per le società incluse nel campione, degli indicatori ROTE e P/TBV, rilevanti per la costruzione della retta di regressione. In particolare, si è fatto riferimento ai multipli P/TBV e al ROTE 2024 e 2025<sup>20</sup>, mentre le analisi riferite al 2026 non sono state possibili per la mancata significatività statistica della retta di regressione;
- determinazione del ROTE di Illimity per i due anni considerati;
- applicazione dei parametri della regressione ai fini della determinazione del valore di Illimity.

---

<sup>18</sup> Il risultato netto adjusted 2024 è stato tratto dalle indicazioni del Comunicato Stampa del 12.3.2025, p. 8.

<sup>19</sup> Tali dati sono stati desunti dalle stime di consensus degli analisti finanziari (fonte: FactSet).

<sup>20</sup> Fonte: dati di consensus forniti da FactSet.

Prof. Massimiliano Nova

#### 7.4 Il metodo dei Target Price

Il criterio dei Target Price stima il valore di mercato delle azioni sulla base delle indicazioni di prezzo obiettivo (c.d. target price) espresse nelle ricerche recenti pubblicate dagli analisti finanziari che coprono il titolo.

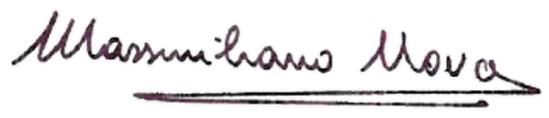
La caratteristica principale di tale metodologia risiede nella possibilità di individuare un riferimento di valore attribuibile alle azioni della società oggetto di stima ritenuto ragionevole dal mercato.

Nel caso di specie, si segnala che il coverage sul titolo Illimity è limitato a quattro analisti, due dei quali peraltro non hanno emesso report successivamente alla comunicazione dei risultati 2024 di Illimity. Pertanto, sono stati considerati i riferimenti dei due report emessi dopo il 5.3.2025.

### 8. Conclusioni

Tenuto conto del contesto e delle finalità dell'incarico (§1), richiamato l'intero contenuto della Relazione – tra cui specificatamente la data di riferimento e la documentazione considerata (§2), la tipologia di lavoro svolto (§3) ed i suoi limiti e vincoli (§4) – e in considerazione dei risultati raggiunti dall'applicazione dei metodi di valutazione in precedenza richiamati, si ritiene che il valore, riferito al 31.12.2024 ed inclusivo del premio di controllo, dell'azione Illimity oggetto del possibile Conferimento in natura nell'ambito dell'Aumento di Capitale al servizio dell'Offerta non sia inferiore a € 3,45 per azione.

Prof. Massimiliano Nova



Massimiliano Nova