

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

25 giugno 2025

Prof. Massimiliano Nova

Indice

1. Premessa.....	2
2. Contesto e incarico	2
3. Data di riferimento e documentazione.....	7
4. Lavoro svolto.....	9
5. Limiti, assunti e difficoltà valutative.....	9
6. Descrizione di Illimity: situazione patrimoniale al 31.3.2025 e Linee Guida 2026-2028.....	12
7. I criteri di valutazione adottati	16
7.1 Principi generali.....	16
7.2 Scelta dei criteri di valutazione.....	18
8. La stima del valore delle azioni di Illimity.....	19
8.1 Il metodo delle quotazioni di Borsa	19
8.2 Il metodo dei multipli di Borsa.....	20
8.3 Il metodo dell'analisi di regressione.....	21
8.4 Il metodo dei Target Price.....	22
8.5 Il metodo del Dividend Discount Model (DDM)	23
9. Conclusioni	24

Prof. Massimiliano Nova

1. Premessa

La presente relazione (“**Relazione**”) fa seguito alla “*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*”, riferita al 31.12.2024, emessa dallo scrivente in data 27.3.2025 nel contesto dell’Offerta Pubblica di Acquisto e Scambio volontaria totalitaria (“**Offerta**”) avente ad oggetto il 100% delle azioni di illimity Bank S.p.A. (“**Illimity**” o l’“**Emittente**”) promossa da Banca Ifis S.p.A. (“**Banca Ifis**” o l’“**Offerente**”) in data 8.1.2025.

Invero, la relazione originaria (datata 27.3.2025) fa riferimento alla data del 31.12.2024 ed è efficace se il conferimento è eseguito entro i sei mesi da tale data e quindi entro e non oltre il 30.6.2025. Peraltro, chi scrive è stato informato che il periodo di adesione all’Offerta (“**Periodo di Adesione**”) è compreso tra il 19.5.2025 e il 27.6.2025 e la data di pagamento del corrispettivo è fissata nel 4.7.2025 (“**Data di Pagamento**” o “**Settlement**”). Pertanto, l’esecuzione del conferimento, collocata secondo le previsioni ai primi di luglio 2025, postula l’aggiornamento della stima a una data non anteriore di oltre sei mesi.

Ciò premesso, la presente Relazione si riferisce alla data del 31.3.2025. Essa è impostata in una logica di continuità sostanziale con la relazione originaria, sia in termini di impostazione che di scelte applicative di fondo, pur tenendo conto dei fatti, delle circostanze e degli elementi informativi rilevanti emersi successivamente al 27.3.2025.

2. Contesto e incarico

Oltre a quanto riferito in Premessa, le informazioni necessarie per contestualizzare la presente relazione sono di seguito indicate.

- Banca Ifis 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.

Prof. Massimiliano Nova

- 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 avente ad oggetto il 100% delle azioni emesse da Illimity e cioè n. 84.067.808 azioni ordinarie, ivi incluse le azioni proprie detenute dall'Emittente¹.
- 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 ha originariamente offerto un corrispettivo unitario ("**Corrispettivo**") 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. Successivamente, la componente in denaro del Corrispettivo è stata aggiornata ad € 1,506 a seguito dello stacco della cedola relativa al saldo del dividendo per l'esercizio 2024 distribuito da Banca Ifis nel mese di maggio 2025². 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 € 15,06.
- 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 massimi € 126.606.119.
- 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. L'operazione, per quanto descritto nei comunicati stampa, conta su una visione

¹ Cfr. Comunicazione ex art. 102 TUF del 8.1.2025.

² Nello specifico, in data 17.4.2025 l'assemblea ordinaria degli azionisti di Banca Ifis - tenuto conto dell'importo già distribuito a titolo di acconto in data 18.11.2024 - ha deliberato la distribuzione del saldo del dividendo per l'esercizio 2024 pari ad € 0,92 per ogni azione Banca Ifis in circolazione avente diritto al pagamento del dividendo. La distribuzione del saldo del dividendo si è perfezionata con stacco della cedola in data 19.5.2025 e pagamento in data 21.5.2025.

Prof. Massimiliano Nova

- industriale e finanziaria robusta e di lungo termine, garantita altresì dalla governance stabile dell'Offerente.
- L'Offerta è condizionata all'ottenimento delle autorizzazioni regolamentari³ 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, anche tenendo conto dell'aggiustamento della componente in denaro, pari a € 3,55⁴. Il Corrispettivo esprime quindi un "premio" pari al 5,8% rispetto alle quotazioni del titolo Illimity del giorno antecedente alla comunicazione⁵ e pari al 7,9% rispetto alle quotazioni medie dell'ultimo mese⁶.
 - 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 3.4.2025 il Consiglio di Amministrazione dell'Emittente ha approvato le Linee Guida Strategiche 2026-2028 di Illimity in uno scenario stand-alone (le "**Linee Guida**")⁷.

³ Si segnala che Banca Ifis ha ricevuto l'autorizzazione dalla Banca Centrale Europea (BCE) per l'acquisizione, sia diretta che indiretta, di una partecipazione di controllo in Illimity. Anche Banca d'Italia ha concesso l'autorizzazione per l'acquisizione indiretta di una partecipazione di controllo in Illimity e per l'acquisto di una partecipazione qualificata in Hype, società controllata da Illimity.

⁴ Il Corrispettivo esprime un controvalore complessivo quantificabile, in ipotesi di adesione integrale all'Offerta, in circa € 298 mln. Si osserva come l'ammontare dell'esborso massimo a servizio dell'Offerta rimanga invariato a seguito della rideterminazione della componente in denaro. Ciò in quanto il prezzo di chiusura delle azioni Banca Ifis alla data del 7.1.2025 era espresso "cum dividend" e sarà, pertanto, rettificato a seguito della distribuzione del dividendo.

⁵ Tale quotazione era pari a € 3,356.

⁶ La quotazione media ponderata era pari a € 3,291.

⁷ Cfr. Comunicato del 3.4.2025.

Prof. Massimiliano Nova

- In data 8.5.2025 il Consiglio di Amministrazione di Banca Ifis, in esercizio della delega al medesimo conferita dall'Assemblea straordinaria degli azionisti in data 17.4.2025, ha deliberato l'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4 c.c. a pagamento, in via scindibile e in più tranches al servizio dell'Offerta per un importo massimo pari a € 8.406.781, oltre a sovrapprezzo⁸.
- Sempre in data 8.5.2025 la società incaricata della revisione legale dell'Offerente, PricewaterhouseCoopers S.p.A. ha rilasciato il parere sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni di Banca Ifis oggetto dell'Offerta, come determinato dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente, ai sensi dell'art. 2441, comma 6 c.c. e dell'art. 158 TUF⁹.
- In data 9.5.2025 è stato pubblicato il documento di offerta ("**Documento di Offerta**") contenente la descrizione dei termini, delle condizioni e delle informazioni rilevanti in relazione all'Offerta¹⁰.
- Sempre in data 9.5.2025 il Consiglio di Amministrazione di Illimity ha approvato e comunicato al mercato i risultati del Gruppo Illimity al 31.3.2025. Tali risultati evidenziano in particolare un margine di interesse del primo trimestre 2025 pari a € 32,1 milioni, un margine di intermediazione pari a € 68,2 milioni e un utile netto pari a € 0,3 milioni¹¹.

⁸ Cfr. Comunicato del 8.5.2025. Precedentemente, in data 8.1.2025 il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente aveva deliberato di sottoporre all'assemblea straordinaria dei soci, convocata per il 7.4.2025, 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 di Banca Ifis aveva altresì deliberato, ai sensi dell'art. 2440, comma 2, c.c., di avvalersi della disciplina di cui agli artt. 2343-ter e 2343-quater c.c. per la stima delle azioni di Illimity oggetto dell'Offerta.

⁹ Cfr. "Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo e sesto comma, del codice civile e dell'art.158, primo comma, d. Lgs. 58/98", 8.5.2025.

¹⁰ Cfr. "Documento di offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato avente a oggetto azioni ordinarie di illimity Bank S.p.A.", 9.5.2025, oggetto di approvazione da parte di Consob con delibera n. 23543 del 7.5.2025.

¹¹ Cfr. Comunicato del 9.5.2025

Prof. Massimiliano Nova

- In data 16.5.2025 il Consiglio di Amministrazione di Illimity ha approvato il comunicato dell'Emittente relativo all'Offerta ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis TUF e dell'art. 39 del Regolamento Consob e si è espresso favorevolmente in merito alla congruità del Corrispettivo dal punto di vista finanziario¹².
- Infine, con comunicato del 17.6.2025 Banca Ifis ha reso nota la decisione, assunta ai sensi dell'art. 43, comma 1 del Regolamento Emittenti, di modificare dal 45% al 60% del capitale sociale di Illimity la "sotto-soglia" minima irrinunciabile di efficacia dell'Offerta¹³.

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. § 3), la relazione di stima ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b), c.c., funzionale al Conferimento, avente ad oggetto il valore, aggiornato alla data del 31.3.2025 nei termini di cui si è riferito, delle azioni costitutive del 100% del capitale di Illimity in vista dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale. La 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 del sovrapprezzo. In altri

¹² Cfr. Comunicato del Consiglio di Amministrazione di illimity Bank S.p.A. del 16.5.2025 "reso ai sensi e per gli effetti dell'articolo 103, commi 3 e 3-bis, del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato e integrato, e dell'articolo 39 del Regolamento approvato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato, in relazione all'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria promossa da Banca Ifis S.p.A. ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato e integrato". Con tale documento, il Consiglio di Amministrazione di Illimity, esaminata la complessiva documentazione relativa all'Offerta e le valutazioni espresse dagli advisor finanziari, ha concluso di ritenere che "il Corrispettivo sia congruo dal punto di vista esclusivamente finanziario", dando nel contempo atto di talune considerazioni "da cui emergono rischi e incertezze connesse alle carenze informative, alle sinergie attese, ai differenti modelli industriali dell'Emittente e dell'Offerente, ai rischi di realizzazione dell'Operazione e al livello di patrimonializzazione del nuovo gruppo bancario" che nel loro insieme "rendono difficile una valutazione dell'Offerta".

¹³ Cfr. Comunicato del 17.6.2025, ove viene specificato che "l'Offerente si riserva quindi la facoltà di rinunciare alla soglia dell'Offerta pari al 66,67% del capitale sociale di illimity (...) esclusivamente nel caso in cui il numero di azioni di illimity portate in adesione all'Offerta sia almeno pari al 60% del capitale sociale di illimity (anziché al 45% più un'azione di illimity, come riportato nel Documento di Offerta)".

Prof. Massimiliano Nova

termini, scopo della stima è evitare che il patrimonio netto della società conferitaria possa risultare “diluito” ovvero artificialmente incrementato per effetto di un’iscrizione dei beni oggetto di conferimento ad un valore superiore a quello corretto.

3. Data di riferimento e documentazione

La data di riferimento della stima è il 31.3.2025 (“**Data di Riferimento**”), coincidente con la data dell’ultima situazione patrimoniale ed economica dell’Emittente, comunicata al mercato in data 9.5.2025.

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 della stima preceda di non oltre sei mesi il Conferimento delle azioni dell’Emittente nell’Offerente in esecuzione 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 o riservate 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 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;
- resoconto intermedio consolidato di Illimity al 31.3.2025;
- 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;

Prof. Massimiliano Nova

- comunicato stampa emesso da Illimity in data 12.3.2025 avente ad oggetto, l’approvazione del progetto di bilancio d’esercizio e di bilancio consolidato al 31.12.2024;
- comunicato stampa emesso da Illimity in data 3.4.2025 avente ad oggetto l’approvazione delle Linee Guida per il periodo 2026-2028;
- comunicato stampa emesso da Banca Ifis in data 17.4.2025 avente ad oggetto la delibera di distribuzione del saldo del dividendo per l’esercizio 2024;
- comunicato stampa emesso da Banca Ifis in data 8.5.2025 avente ad oggetto l’Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’articolo 2441, comma 4 c.c. deliberato dal Consiglio di Amministrazione;
- relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all’aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell’articolo 2441, quarto comma, primo periodo e sesto comma del codice civile e dell’art.158, primo comma, d. Lgs. 58/98;
- documento di offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del decreto legislativo del 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato avente a oggetto azioni ordinarie di Illimity;
- comunicato del Consiglio di Amministrazione di Illimity del 16.5.2025 reso ai sensi e per gli effetti dell’articolo 103, commi 3 e 3-bis, del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato e integrato, e dell’articolo 39 del Regolamento approvato dalla CONSOB con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato, in relazione all’offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria totalitaria promossa da Banca Ifis S.p.A. ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del D.Lgs. n. 58 del 24 febbraio 1998, come successivamente modificato e integrato;
- comunicato del 17.6.2025 emesso da Banca Ifis avente ad oggetto la modifica della “sotto-soglia” minima irrinunciabile di efficacia all’Offerta;

Prof. Massimiliano Nova

- 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 31.3.2025;
- dati di mercato tratti da informazioni pubbliche e da database specializzati (e.g. FactSet).

4. 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;
- elaborazione della presente Relazione che sintetizza le conclusioni del lavoro svolto.

5. 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

Prof. Massimiliano Nova

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 statuti 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.
- 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.
- 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 31.3.2025 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

Prof. Massimiliano Nova

- 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 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 § 4, 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.

Prof. Massimiliano Nova

6. Descrizione di Illimity: situazione patrimoniale al 31.3.2025 e Linee Guida 2026-2028

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:

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

In data 9.5.2025 il CdA di Illimity ha comunicato di aver approvato i risultati del Gruppo al 31.3.2025. Tali risultati vanno interpretati alla luce del processo di

Prof. Massimiliano Nova

riposizionamento della banca che, come precedentemente indicato, vuole essere focalizzata in prospettiva futura nel settore del credito e dei servizi di investment banking verso le PMI italiane. La progressiva uscita dal business degli investimenti in NPE rappresenta nello specifico uno dei pilastri delle Linee Guida strategiche dell'Emittente per il prossimo futuro, unitamente alla cessione di asset non strategici.

La situazione patrimoniale di Illimity riferita al 31.3.2025 è di seguito rappresentata.

Tabella 1 – Situazione patrimoniale di Illimity al 31.03.2025

€/mln	31.03.2025
Cassa e disponibilità liquide	425
Impeghi verso banche e altre istituzioni finanziarie	166
Impeghi verso clientela	4.591
Attività finanziarie Held To Collect (HTC)	970
Attività finanziarie Held To Collect & Sell (HTCS)	720
Attività finanziarie valutate al FVTPL	554
Partecipazioni	138
Avviamento	34
Immobilizzazioni immateriali	29
Altre attività (incluse imm. mat e attività fiscali)	502
Totale attività	8.128
Debiti verso banche	705
Debiti verso clientela	5.240
Titoli in circolazione	1.060
Patrimonio netto	899
Altre passività	223
Totale passività	8.128

La situazione patrimoniale è sostanzialmente coerente con quella di fine esercizio 2024. In particolare, si osserva quanto segue:

- il totale delle attività è pari a € 8.128 mln (in leggera riduzione rispetto ai € 8.403 mln al 31.12.2024);
- gli impieghi verso la clientela superano gli € 4.500 mln, nonostante rimborsi anticipati per circa € 450 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;
- le attività finanziarie “Held To Collect” ammontano a € 970 mln e includono il portafoglio titoli valutato al costo ammortizzato;

Prof. Massimiliano Nova

- le attività finanziarie “Held To Collect & Sell” sono pari ad € 720 mln e comprendono il portafoglio titoli e i crediti delle divisioni “Asset Based Financing” e “Non-Core”, oggetto di potenziale cessione;
- le attività finanziarie valutate al fair value sono pari a € 554 mln (rispetto ai € 563 mln del 31.12.2024);
- i debiti verso la clientela sono pari a ca. € 5.240 mln e corrispondono al 65% del totale passività (in riduzione rispetto ai € 5.307 del 31.12.2024);
- il patrimonio netto consolidato è pari a € 899 mln, dato sostanzialmente equivalente a quello di fine esercizio 2024 in relazione al lievissimo utile netto del primo trimestre 2025.

Come già anticipato, in data 3.4.2025 il CdA di Illimity ha approvato le Linee Guida strategiche per il periodo 2026-2028. I principali elementi alla base di tali Linee Guida sono (i) la progressiva focalizzazione della banca sul credito e sui servizi di investment banking alle PMI, (ii) la riduzione dei costi operativi e (iii) la valorizzazione degli attivi non strategici.

Le proiezioni economico-patrimoniali per il periodo 2026-2028¹⁴ come indicate nelle Linee Guida della banca sono rappresentate nella tabella successiva.

Tabella 2 – Linee Guida strategiche¹⁵ 2026-2028

<i>Principali indicatori economici (€/mln)</i>	2024A	2026E	2028E
Margine di intermediazione	294*	230	280
Costi operativi	(200)	(148)	(150)
Cost/Income ratio %	68%*	64%	54%
Risultato netto di periodo	40*	30	80
<i>Principali indicatori patrimoniali (€/mld)</i>	2024A	2026E	2028E
Impieghi a clientela core	3,0	4,3	6,3
B-ilty	0,8	0,8	0,3
Attività non-core	1,3	0,6	0,3
Totale attività	8,4	8,9	10,8
Totale raccolta	7,2	7,2	8,4

¹⁴ Si rileva che la banca non ha comunicato le grandezze economico-patrimoniali riferite all'anno in corso né quelle relative al 2027.

¹⁵ I dati con l'asterisco (*) sono espressivi di valori “adjusted”. In particolare, tali valori, come indicato nelle Linee Guida, “escludono i ricavi derivanti dall'operazione con APAX (53 milioni di euro), la

Prof. Massimiliano Nova

Con riferimento alle grandezze riportate nella tabella 2, si osserva quanto segue:

- l'andamento del margine di intermediazione è influenzato dal mutamento del perimetro operativo, per effetto dell'attesa valorizzazione di alcuni asset non strategici. Tale margine, stimato pari a € 230 mln nel 2026, è previsto in crescita sino a circa € 280 mln nel 2028 con un mix maggiormente focalizzato nel credito specializzato e servizi di investment banking;
- i costi operativi sono stimati nell'intorno dei € 150 mln dal 2026 in avanti, in calo del 26% rispetto ai € 200 mln registrati nel 2024, grazie soprattutto alle previste cessioni delle attività non-core, alle quali si aggiungono gli impatti delle misure di efficientamento progettate;
- il risultato netto di periodo è previsto pari a circa € 30 mln nel 2026 e circa € 80 mln nel 2028. Tale incremento deriva in particolare dai risparmi di costo e dallo sviluppo atteso del core business (credito specializzato e servizi di investment banking);
- gli impieghi a clientela core, sostanzialmente invariati rispetto al 2023, sono previsti raddoppiare al 2028 (€ 6,3 mld);
- le attività non-core sono previste in riduzione per oltre il 75% coerentemente con la strategia di Illimity ed in particolare con il riposizionamento strategico avviato nella seconda metà del 2023;
- la raccolta totale è prevista stabile a € 7,2 mld nel 2026 e in aumento a € 8,4 mld nel 2028 in linea con l'atteso sviluppo degli impieghi.

In sintesi, le Linee Guida esprimono l'effetto di politiche strategiche di turn-around molto incisive, basate su ipotesi gestionali che, pur razionali, appiano sottoposte a rischi ed incertezze di esecuzione non marginali.

svalutazione di attività a FV (11 milioni di euro) e rettifiche su crediti straordinarie (101 milioni di euro), rettifiche di valore dell'avviamento (39 milioni di euro) e accantonamenti relativi a passività potenziali (20 milioni di euro)".

Prof. Massimiliano Nova

7. I criteri di valutazione adottati

7.1 Principi generali

Come indicato al § 1, la presente stima si innesta nell'operazione di OPAS lanciata da Banca Ifis su Illimity che, nell'ipotesi di esito positivo dell'Offerta, 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 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*

Prof. Massimiliano Nova

*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)¹⁶”. Si tratta della nozione di valore frequentemente denominata, nella prassi, come valore economico o *fair value* (nel seguito, semplicemente “valore”)¹⁷;*

- 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;
- 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 recuperabile¹⁸ 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,

¹⁶ Cfr. Principi Italiani di Valutazione (PIV), § I.6.3.

¹⁷ 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).

¹⁸ 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.

Prof. Massimiliano Nova

laddove applicabile, il premio di controllo mediamente riconosciuto in operazioni similari.

7.2 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 stima¹⁹ utilizzati per determinare il valore delle azioni di Illimity è stata effettuata 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 e del primo trimestre 2025), 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 (§ 8.1);

¹⁹ 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 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

2. il metodo dei multipli di Borsa (§ 8.2);
3. il metodo dell'analisi di regressione (§ 8.3);
4. il metodo dei Target Price degli analisti (§ 8.4);
5. il metodo del Dividend Discount Model o DDM (§ 8.5).

8. La stima del valore delle azioni di Illimity

8.1 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 stessa²⁰.

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 7.1.2025²¹.

²⁰ 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.

²¹ Fonte dati: database FactSet. Le medie sono state calcolate quali medie aritmetiche e medie ponderate per i volumi scambiati.

Prof. Massimiliano Nova

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.

Si segnala che, nel periodo compreso tra il 7.1.2025 e la data di emissione della presente Relazione, l'andamento del titolo Illimity ha registrato una moderata crescita, pur mantenendosi su livelli sostanzialmente in linea con quelli osservati in prossimità dell'annuncio dell'operazione, senza evidenziare scostamenti tali da modificare le considerazioni di valore basate sulle quotazioni precedenti²².

8.2 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 valutazione²³.

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 "capitalizzazione di mercato" con il risultato netto della società (utile netto);

²² Fonte dati: database FactSet.

²³ 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 oggetto di valutazione in termini di attività, dimensioni e profilo economico-finanziario.

Prof. Massimiliano Nova

- 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)²⁴ che ai risultati prospettici (2026 e 2027) in base al consensus degli analisti finanziari²⁵. Si osserva che l'esercizio 2025 non è stato ritenuto significativo in quanto esso rappresenta un anno di transizione e risente degli effetti della riorganizzazione strategica in corso di realizzazione;
- i multipli sono stati portati a sintesi utilizzando il dato mediano del campione, che è stato applicato al risultato netto "adjusted" 2024²⁶ di Illimity e ai risultati attesi per il 2026²⁷ (tratti dalle Linee Guida in precedenza richiamate) e per il 2027²⁸ (tratti dal consensus di fonte FactSet).

8.3 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.

²⁴ Valori desunti dai progetti di bilanci 2024 e/o dai comunicati stampa relativi.

²⁵ Fonte consensus: FactSet.

²⁶ Il risultato netto adjusted 2024 è stato tratto dalle indicazioni del Comunicato Stampa del 12.3.2025.

²⁷ Fonte: Linee Guida.

²⁸ Fonte consensus: FactSet.

Prof. Massimiliano Nova

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, 2026 e 2027²⁹. Non sono state svolte analisi sui dati relativi al 2025 per le ragioni precedentemente illustrate (cfr. § 8.2);
- determinazione del ROTE di Illimity per i due anni considerati;
- applicazione dei parametri della regressione ai fini della determinazione del valore di Illimity.

8.4 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 (i) il coverage sul titolo Illimity è limitato a quattro analisti e (ii) sono stati considerati rilevanti i report emessi successivamente al 9.5.2025 (data di comunicazione al mercato dei dati relativi al primo trimestre 2025).

²⁹ Fonte: dati di consensus forniti da FactSet.

Prof. Massimiliano Nova

8.5 Il metodo del Dividend Discount Model (DDM)

Il criterio noto come DDM³⁰ definisce il valore di una società in funzione dei flussi attesi di dividendo che la stessa sarà in grado di distribuire in futuro, attualizzati ad un tasso espressivo della rischiosità specifica del capitale proprio. I flussi di dividendo sono stimati tenendo conto degli utili e del tasso di distribuzione (c.d. dividend pay-out ratio) attesi in un periodo limitato, nonché della eccedenza / deficit di capitale rispetto a ragionevoli requisiti patrimoniali.

La metodologia del DDM è stata nella fattispecie applicata sulla base (i) del patrimonio netto e dei requisiti patrimoniali di Illimity alla data del 31.3.2025 e (ii) dei flussi economici e patrimoniali e delle attività ponderate per il rischio per il periodo 2026-2028 indicati nelle Linee Guida³¹.

Nel profilo operativo, l'applicazione della metodologia del DDM ha previsto le seguenti fasi:

- identificazione dei flussi distribuibili agli azionisti: sono stati presi a riferimento i risultati economici attesi per il periodo 2026-2028 come indicati nelle Linee Guida ed è stato definito il livello di patrimonializzazione necessario a garantire l'operatività della banca, quantificato in un CET1 Ratio Target del 14,0%³²;
- determinazione del tasso di attualizzazione: il tasso di attualizzazione dei flussi corrisponde al tasso di rendimento dei mezzi propri richiesto dagli investitori/azionisti per investimenti con analoghe caratteristiche di rischio ("costo del capitale proprio" o "Ke") ed è stimato pari al 14,3%³³;

³⁰ La metodologia del DDM stima il valore del capitale economico di una banca sulla base della seguente formula:

$$W = \text{DIV}_a + \text{VT}_a$$

dove:

- W: rappresenta il valore della banca oggetto di valutazione;
- DIV_a: rappresenta il valore attuale dei dividendi attesi futuri distribuibili agli azionisti in un individuato orizzonte temporale, mantenendo un livello soddisfacente di patrimonializzazione;
- VT_a: rappresenta il valore attuale del valore terminale della banca.

³¹ Come indicato nel § 8.2 non sono stati presi a riferimento i dati relativi all'esercizio 2025.

³² Fonte: Linee Guida.

³³ Il Ke è stato in particolare stimato applicando il "Capital Asset Pricing Model" (CAPM). Nella stima sono stati considerati i seguenti elementi:

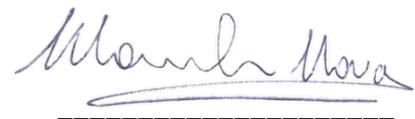
Prof. Massimiliano Nova

- calcolo del valore terminale: il valore terminale è stato calcolato attraverso l'applicazione della c.d. formula di Gordon ipotizzando un tasso di crescita di lungo periodo pari al 2,0% (corrispondente al tasso di inflazione attesa per l'Italia³⁴) e un K_e pari al 14,3% come in precedenza indicato.

9. Conclusioni

Tenuto conto del contesto e delle finalità dell'incarico (§§1-2), richiamato l'intero contenuto della Relazione – tra cui specificatamente la data di riferimento e la documentazione considerata (§3), la tipologia di lavoro svolto (§4) ed i suoi limiti e vincoli (§5) – e in considerazione dei risultati raggiunti dall'applicazione dei criteri di valutazione in precedenza richiamati, il valore unitario, riferito al 31.3.2025 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 è compreso nella fascia, ampiamente significativa in termini finanziari, tra € 3,50 ed € 3,90 per azione e quindi non è inferiore a € 3,50 per azione.

Prof. Massimiliano Nova



-
- il tasso "risk free" (3,6%) è stato assunto pari al rendimento giornaliero dei titoli di Stato italiani con scadenza a 10 anni registrati nell'anno precedente il 20.6.2025;
 - l'"equity risk premium" (5,0 %) è stimato in coerenza con i range di ERP tipicamente riscontrabili nella prassi valutativa;
 - il coefficiente "Beta" applicato è pari a 1,1 ed è stato determinato come media dei "Beta" del medesimo campione di società comparabili utilizzate ai fini dell'applicazione del metodo dei multipli;
 - l'"execution risk" (2,0%) apprezza il rischio di realizzazione del Piano (i.e. cost/income ratio che si riduce dal 68% nel 2024 al 54% nel 2028);
 - lo "small size premium" (3,10%) è tratto dalle indicazioni della prassi internazionale.

³⁴ Fonte: IMF, Apr-25