



Milano, 18 giugno 2026

Spettabile
Equita Group S.p.A.
Via Filippo Turati, 9
20121 Milano

e

Spettabile
V4 Speciale S.r.l.
Piazzale Luigi Cadorna, 6
20123 Milano

Spettabile
Lebron S.à.r.l.
Rue de Turi, 3
3378 Livange

V4 Speciale S.r.l. e Lebron S.à.r.l. in nome e per conto di tutti i soci di Xenon AIFM S.A. (i "**Soci**" o "**Conferenti**"), come definiti nel paragrafo 1.1.

Determinazione del fair value relativo alla partecipazione nel capitale sociale di Xenon AIFM S.A. oggetto di conferimento in Equita Group S.p.A. ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b) del codice civile

I Soci ed Equita Group S.p.A. hanno dato incarico ai professionisti di PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l. (di seguito "**PwC**") di rilasciare la relazione ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b), c.c. con riferimento al fair value relativo alla partecipazione pari al 51,5% circa del capitale sociale di Xenon AIFM S.A. ("**Xenon AIFM**" o "**Target**") oggetto di conferimento in favore di Equita (di seguito l'"**Incarico**").

Rag. Sociale: XENON AIFM S.A. • **Partita IVA:** 10847740965 • **Codice Fiscale:** 10847740965 •
Vat Europeo: IT10847740965 • **Indirizzo:** 5 Rue des Primeurs, Strassen, Granducato del Lussemburgo •
Rea: 2561567.

La struttura della presente relazione (di seguito la "**Relazione**") è descritta nelle pagine seguenti.

PricewaterhouseCoopers Business Services Srl

Società a responsabilità limitata a socio unico
Sede legale: Milano 20145 Piazza Tre Torri 2 Tel. 02 725091 Cap. Soc. Euro 100.000,00 i.v. - C.F. e P.IVA e Reg. Imprese Milano Monza Brianza Lodi 06234620968 -
Altri Uffici: Bari 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 080 5640311 Fax 080 5640349 - Bologna 40124 Via Luigi Carlo Farini 12 Tel. 051 6186211 - Bolzano 39100 Via
Alessandro Volta 13A Tel. 0471 066650 - Brescia 25121 Viale Duca d'Aosta 28 Tel. 030 3697501 - Cagliari 09125 Viale Diaz 29 Tel. 070 6848774 - Firenze 50121
Viale Gramsci 15 Tel. 055 2482811 Fax 055 2482899 - Genova 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 010 29041 - Napoli 80121 Via dei Mille 16 Tel. 081 36181 - Padova
35138 Via Vicenza 4 Tel. 049 873431 Fax 049 8734399 - Palermo 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091 6256313 Fax 091 7829221 | 90139 Via Roma 457 Tel. 091
6752111 - Parma 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521 275911 Fax 0521 781844 - Pescara 65127 Piazza Ettore Trollo 8 - Roma 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06
6920731 - Rubano 35030 Via Belle Putte 36 - Torino 10122 Via Santa Maria 11 Tel. 011 5773211 Fax 011 5773299 - Trento 38121 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461
237004 Fax 0461 239077 | 38121 Via Adalberto Libera 13 - Treviso 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422 315711 Fax 0422 315798 - Trieste 34125 Via Cesare Battisti 18
Tel. 040 3480781 Fax 040 364737 - Verona 37135 Via Francia 21/C Tel. 045 8263001

Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento della PricewaterhouseCoopers Italia Srl

www.pwc.com/it

Handwritten signature



Indice

| | | |
|------|---|----|
| 1. | INTRODUZIONE..... | 3 |
| 1.1. | OGGETTO DELLA RELAZIONE E TERMINI DELL'INCARICO | 3 |
| 1.2. | LE VALUTAZIONI AI SENSI DELL'ART.2343-TER, SECONDO COMMA, LETT. B) DEL C.C..... | 4 |
| 1.3. | DATA DI RIFERIMENTO | 5 |
| 1.4. | DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA | 5 |
| 1.5. | IPOTESI E LIMITAZIONI..... | 6 |
| 1.6. | LAVORO SVOLTO..... | 7 |
| 1.7. | RESTRIZIONE ALL'USO DELLA PRESENTE RELAZIONE | 7 |
| 1.8. | PRINCIPALI DIFFICOLTÀ RISCONTRATE IN SEDE DI VALUTAZIONE DEL <i>FAIR VALUE</i> DI XENON | 7 |
| 2. | DESCRIZIONE DI XENON..... | 9 |
| 2.1. | PROFILO DI XENON | 9 |
| 2.2. | SITUAZIONE PATRIMONIALE DI XENON AIFM..... | 10 |
| 3. | LA STIMA DEL <i>FAIR VALUE</i> DI XENON..... | 11 |
| 3.1. | PREMESSA..... | 11 |
| 3.2. | SCELTA DEI METODI DI VALUTAZIONE..... | 11 |
| 3.3. | IL METODO DEL DISCOUNTED CASH FLOW | 12 |
| 3.4. | IL METODO DEI MULTIPLI DI BORSA..... | 14 |
| 3.5. | IL METODO DEI MULTIPLI DELLE TRANSAZIONI COMPARABILI..... | 15 |
| 4. | CONCLUSIONI..... | 16 |

sen



1. INTRODUZIONE

1.1. Oggetto della Relazione e termini dell'incarico

Il Gruppo Equita è diretto e coordinato da Equita Group S.p.A. ("Equita", la "Società" o "Conferitaria"), società quotata sul segmento STAR dell'Euronext Milan.

La Società occupa una posizione di primo piano nel mercato italiano ed è attiva attraverso un'offerta integrata di servizi che comprende *advisory* in operazioni di M&A e finanza straordinaria, *capital markets*, *sales & trading*, *alternative asset management* e ricerca finanziaria.

Siamo stati informati dal management di Equita (il "**Management**") dell'esistenza di un accordo vincolante firmato in data 18 marzo 2026 tra Equita e i soci di Xenon AIFM e di Xenon GP S.à.r.l., relativo all'acquisizione da parte di Equita della totalità del capitale sociale di Xenon AIFM e Xenon GP S.à.r.l. ("**Xenon GP**") (di seguito l'"**Operazione**").

L'Operazione prevede l'acquisizione da parte di Equita:

- del 100% del capitale di Xenon AIFM e Xenon GP, e
- del 20% delle azioni B già emesse e dei diritti a sottoscrivere le azioni B detenuti dai Soci in selezionati fondi già raccolti o attualmente in raccolta ("**Azioni B**").

Equita avrà inoltre diritto a sottoscrivere il 20% delle azioni che daranno diritto a ricevere il *carried interest* sui nuovi fondi che verranno lanciati da Xenon successivamente al Closing ("**Carried Interest**").

Attualmente il capitale sociale di Xenon AIFM risulta così composto:

| Soci di Xenon AIFM | | |
|--------------------------|----------------|------------------|
| Soci | (%) | Numero di azioni |
| Lebron S.à r.l. | 27,95% | 41.925 |
| V4 Speciale S.r.l. | 27,95% | 41.925 |
| HSC S.r.l. | 6,42% | 9.630 |
| Stefano Calabrò | 10,21% | 15.315 |
| HDC Advisory S.A. | 14,64% | 21.960 |
| Magic Cube S.r.l. | 6,83% | 10.245 |
| Luca Civita | 1,00% | 1.500 |
| Francesco Banfi | 1,00% | 1.500 |
| Davide Adorni | 1,00% | 1.500 |
| Livio Zanotelli | 1,00% | 1.500 |
| GenCap Advisory S.r.l. | 1,00% | 1.500 |
| Injection Capital S.r.l. | 1,00% | 1.500 |
| Totale | 100,00% | 150.000 |

MST



Il prezzo corrisposto al closing sarà pari a €70.000.000, composto da:

- una componente in azioni Equita per un controvalore pari a € 34.999.876,20 destinati all'acquisto del 51,5% circa del capitale sociale di Xenon AIFM, corrispondente a numero 77.213 azioni di Xenon AIFM ("**Azioni Xenon Conferite**"), e
- una componente in denaro pari a € 35.000.123,80 destinati all'acquisto del 100% di Xenon GP, delle Azioni B e del 48,5% circa del capitale sociale di Xenon AIFM.

Ai fini del pagamento della componente in azioni, è pertanto previsto che Equita proceda a un aumento di capitale a €34.999.876,20 riservato ai Soci, con esclusione del diritto di opzione, a fronte del conferimento in natura delle azioni costituenti il 51,5% circa del capitale sociale di Xenon AIFM (di seguito il "**Conferimento**").

Il prezzo di emissione delle azioni Equita è stato determinato in €5,8253, ossia corrispondente alla media aritmetica del VWAP Giornaliero delle azioni Equita in ciascun Giorno di Negoziazione (esclusi eventuali Giorni di Interruzione) calcolata nel semestre intercorrente tra il 3 settembre 2025 e il 2 marzo 2026 (estremi inclusi), arrotondato al quarto decimale. Le azioni di nuova emissione assegnate ai soci di Xenon non avranno diritto a percepire dividendi a valere sull'utile dell'esercizio 2025.

Il Conferimento verrà attuato secondo la procedura prevista dall'art. 2343-ter, codice civile e, pertanto, in tale contesto, PwC (di seguito anche l'"**Esperto**") è stata incaricata di emettere la relazione ai sensi dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del codice civile con riferimento al Conferimento (di seguito, i "**Servizi**").

Nell'ambito dell'incarico, l'Esperto ha fatto riferimento a quanto previsto dalla prassi valutativa di riferimento e dai Principi Italiani di Valutazione.

L'incarico è stato svolto facendo riferimento alla situazione patrimoniale di Xenon AIFM al 31 maggio 2026 predisposta dal management di Xenon AIFM (il "**Management della Target**").

Lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell'attività della Conferente e/o della Conferitaria, né nelle decisioni in merito alla convenienza o fattibilità del Conferimento e in generale dell'Operazione.

1.2. Le valutazioni ai sensi dell'art.2343-ter, secondo comma, lett. b) del c.c.

In conformità al disposto dell'art. 2343 ter secondo comma lettera b) del Codice Civile, il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni conferiti non deve essere superiore al valore risultante da una valutazione che provenga da un soggetto terzo indipendente, dotato di adeguata e comprovata professionalità, riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento, e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento.

La finalità della redazione di una relazione di stima da parte di un esperto è quella di garantire che il patrimonio della società conferitaria non subisca un'alterazione con possibile danno per i creditori terzi della società, a causa di una sopravvalutazione del Conferimento.

WRF



1.3. Data di riferimento

La data di riferimento della valutazione è il 31 maggio 2026 (di seguito la "**Data di Riferimento**"), coincidente con la data cui si riferisce l'ultima situazione patrimoniale di Xenon AIFM.

L'incarico è stato svolto facendo riferimento alla situazione patrimoniale di Xenon AIFM predisposta dal Management della Target e approvata dal Consiglio di Amministrazione ("**CdA**") di Xenon AIFM in data 8 giugno 2026.

I parametri finanziari e di mercato utilizzati nell'ambito delle analisi valutative sono stati aggiornati in prossimità della data di emissione della Relazione.

Non sono stati portati alla conoscenza di PwC eventi successivi alla Data di Riferimento che abbiano un impatto rilevante sulle conclusioni del lavoro.

Si ricorda che la Relazione è utilizzabile ai fini di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lett. b), c.c. a condizione che la predetta Data di Riferimento preceda di non oltre sei mesi il Conferimento, in esecuzione dell'aumento di capitale.

1.4. Documentazione utilizzata

Ai fini della presente Relazione, il Management della Target ha reso disponibile a PwC i seguenti documenti:

- Comunicato stampa di Equita pubblicato in data 18 marzo 2026;
- situazione patrimoniale ed economica di Xenon AIFM al 31 maggio 2026, approvata dal CdA in data 8 giugno 2026;
- Sale and Purchase Agreement ("**SPA**") firmato tra Equita e i soci di Xenon GP e Xenon AIFM in data 18 marzo 2026;
- business plan 2026 – 2030 (di seguito "**Piano 2026-2030**"), predisposto dal Management della Target e incluso nello Sale and Purchase Agreement;
- piano di distribuzione del Carried Interest relativo alle Azioni B, predisposto dal Management della Target e incluso nello SPA;
- report "Project X – Financial Due Diligence" emesso in bozza da PwC il 4 marzo 2026;

PwC si è inoltre avvalsa di ulteriori documenti e informazioni, anche di natura pubblica, necessari allo sviluppo del processo valutativo.

2026



1.5. Ipotesi e limitazioni

In aggiunta a quanto già riportato nei paragrafi precedenti, l'analisi di PwC è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento di PwC nella gestione e nell'attività dei Conferenti e/o della Conferitaria, né nelle decisioni in merito alla convenienza o fattibilità del Conferimento e in generale dell'Operazione;
- per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività;
- Xenon AIFM è stata esaminata e valutata nelle condizioni "normali" di funzionamento (astraendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione) e nell'ipotesi di continuità aziendale;
- Xenon AIFM è stata, inoltre, valutata in ottica *stand-alone*, senza, pertanto, tener conto di possibili sinergie e/o diseconomie specifiche derivanti dall'Operazione;
- l'analisi è basata su informazioni economiche e finanziarie e su documenti forniti dal Management della Target; data la natura del nostro Incarico la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati e delle informazioni in essi contenuti compete al Management della Target; tali dati ed informazioni sono stati da noi analizzati solo per ragionevolezza complessiva;
- nell'ambito del nostro lavoro sono state effettuate alcune analisi di sensibilità con riferimento ai parametri valutativi. Tali analisi non possono rappresentare l'applicazione di metodologie valutative ma un puro esercizio, al fine di verificare potenziali impatti su alcuni parametri valutativi;
- l'Incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, PwC non esprime alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sulla situazione patrimoniale di Xenon AIFM al 31 maggio 2026, o su qualsiasi altra informazione finanziaria;
- i Servizi non comprendono assistenza e/o consulenza di natura legale, fiscale con la conseguenza che PwC non assume alcuna responsabilità riguardante aspetti legali, fiscali, o di interpretazione contrattuale;
- le metodologie di valutazione utilizzate ai fini dell'esecuzione dell'Incarico fanno riferimento direttamente o indirettamente a dati prospettici e fattori quali: tassi di interesse, indici di volatilità e multipli di borsa ed altre informazioni desumibili dal mercato finanziario attualmente caratterizzato da profonde turbative. I parametri finanziari e di mercato utilizzati nell'ambito della valutazione sono stati aggiornati in prossimità all'emissione della Relazione. Non si può escludere che il perdurare della guerra in Ucraina, delle tensioni in Medio-Oriente e del peggioramento della situazione connessa ai dazi (congiuntamente definiti le "Tensioni") possano avere impatti, anche significativi,





sul sistema economico nazionale e internazionale e, nella fattispecie sul *fair value* di Xenon AIFM;

- le analisi relative a Xenon AIFM si basano sul presupposto che la società implementi nelle prospettate tempistiche le proiezioni forniteci (“**Dati Prospettici**”) coerentemente con le ipotesi sottostanti. I Dati Prospettici, essendo basati su ipotesi di eventi futuri, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo della loro preparazione. Pertanto, gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi. Data la natura dell’Incarico e la finalità del nostro lavoro, compete al Management della Target la responsabilità della preparazione dei Dati Prospettici e della formulazione delle ipotesi poste alla base della redazione degli stessi;
- le tabelle contenute nella Relazione potrebbero contenere arrotondamenti.

PwC ha chiesto ed ottenuto una lettera di attestazione nella quale il Management si dichiara consapevole delle ipotesi e limiti sulla base dei quali è stato svolto l’Incarico e conferma l’inesistenza di elementi che, qualora portati a conoscenza di PwC, avrebbero potuto modificare sensibilmente le conclusioni raggiunte.

1.6. Lavoro svolto

Ai fini dell’espletamento del nostro Incarico abbiamo svolto le seguenti attività:

- esame delle informazioni e dei documenti raccolti relativi all’Operazione e a Xenon AIFM;
- analisi della situazione patrimoniale di Xenon AIFM;
- discussioni con il Management al fine di ottenere chiarimenti in merito alle informazioni ricevute;
- selezione della metodologia di valutazione più appropriata sulla base delle *best practices* applicate sul mercato;
- elaborazione dei modelli di valutazione e verifiche di ragionevolezza dei risultati ottenuti;
- stesura della Relazione.

1.7. Restrizione all’uso della presente Relazione

La presente Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo 1.1 “Oggetto della Relazione e termini dell’Incarico” e previste dall’art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice civile. Non accettiamo alcuna responsabilità per danni derivanti dall’utilizzo non autorizzato o improprio della presente Relazione.

1.8. Principali difficoltà riscontrate in sede di valutazione del *fair value* di Xenon AIFM

La determinazione del *fair value* di Xenon AIFM e le conclusioni alle quali siamo giunti devono essere interpretate alla luce delle seguenti difficoltà incontrate nel corso del lavoro:

nsf



- *Limiti insiti nei Dati Prospettici.* Le analisi relative a Xenon AIFM si basano sul presupposto che la società implementi nelle prospettate tempistiche le proiezioni forniteci. Tali Dati Prospettici presentano per loro natura profili di incertezza; in particolare, mutamenti dello scenario macroeconomico e/o del settore specifico di appartenenza, potrebbero modificare in maniera significativa gli assunti ed i presupposti alla base dei dati economico-finanziari prospettici che potrebbero, quindi, esserne fortemente influenzati.
- *Complessità della metodologia e discrezionalità nella scelta dei parametri di valutazione applicati.* La metodologia di valutazione adottata ha richiesto l'applicazione di un processo valutativo articolato e complesso, che ha comportato, in particolare, la scelta di una pluralità di parametri nell'ambito di diversi scenari valutativi e l'adattamento degli stessi alla situazione specifica. I risultati di tale analisi sono, pertanto, sensibili alle ipotesi di lavoro formulate. L'approccio metodologico complessivo, unitamente allo sviluppo, da parte nostra, di analisi di sensitività, per tenere conto dei diversi scenari valutativi, hanno consentito di gestire adeguatamente tale peculiarità valutativa.
- *Incerteza dell'attuale situazione congiunturale e volatilità dei mercati finanziari.* Si precisa che le quotazioni di Borsa, pur rappresentando valori espressi dal mercato, sono soggette a fluttuazioni, anche significative, a causa della volatilità dei mercati e a eventi di natura straordinaria o speculativa. In particolare, l'attuale contesto di mercato risulta caratterizzato da elevata volatilità imputabile all'incerteza dell'attuale quadro economico, oltre che all'annuncio di importanti operazioni di consolidamento e riassetto del settore bancario italiano e ai recenti eventi di carattere geopolitico. L'evoluzione di tale contesto non è ad oggi prevedibile né sono stimabili eventuali conseguenze di natura economica, finanziaria, politica e sociale. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettua la valutazione, fermo restando che tali considerazioni hanno carattere generale e vanno collocate nel contesto del presente Documento. A fronte di tale difficoltà, PwC ha fatto riferimento a parametri finanziari e di mercato aggiornati in prossimità dell'emissione del presente Documento, al fine di riflettere nella valutazione l'attuale contesto di mercato.





2. DESCRIZIONE DI XENON AIFM

2.1. Profilo del gruppo Xenon

Il gruppo Xenon Private Equity è un operatore indipendente di private equity con sede in Lussemburgo e a Milano, attivo da oltre trent'anni negli investimenti in piccole e medie imprese italiane ad alto potenziale di crescita. Il gruppo gestisce attualmente €923¹ milioni di Asset under Management ("AuM") e si avvale di un team di investimento composto da oltre 20 professionisti.

La struttura del gruppo si articola tra Xenon AIFM e Xenon GP:

- Xenon AIFM è la società di gestione autorizzata AIFMD, responsabile della gestione dei fondi, del risk management e della compliance. I fondi attualmente attivi sono:
 - Xenon VI;
 - Xenon VII;
 - Xenon VIII;
 - Small Cap;
 - FIDEC;
 - Small Cap II
- Xenon GP, costituita nel 2023, funge da General Partner dei fondi più recenti (es. Xenon VIII e Small Cap II) e svolge funzioni di governance dei veicoli.



¹ € 923 milioni di commitment gestiti, Fonte: sito web Xenon Private Equity



2.2. Situazione patrimoniale di Xenon AIFM

Si riporta di seguito la situazione patrimoniale di Xenon AIFM al 31 maggio 2026:

| €k | 31Mag26 |
|-------------------------------|-----------------|
| Attività | |
| Cassa e disponibilità liquide | 5.483,7 |
| Crediti a breve termine | 2.313,0 |
| Attivo circolante | 7.796,7 |
| Immobilizzazioni materiali | 571,3 |
| Immobilizzazioni finanziarie | 105,8 |
| Immobilizzazioni immateriali | 14,8 |
| Attivo immobilizzato | 691,8 |
| Ratei e risconti | 3.427,2 |
| Totale Attivo | 11.915,7 |

Le attività di Xenon AIFM al 31 maggio 2026 sono costituite da:

- cassa e disponibilità liquide per €5.483,7k;
- crediti a breve termine pari a €2.313,0k che include principalmente commissioni di gestione da parte dei fondi gestiti e crediti verso clienti;
- attivo immobilizzato iscritto al costo, pari a 691,8k migliaia riconducibili:
 - per €571,3k a immobilizzazioni materiali (principalmente riguardanti impianti, macchinari, attrezzature, mobili e automezzi);
 - per €105,8k a immobilizzazioni finanziarie, relative a depositi;
 - per €14,8k a immobilizzazioni immateriali, per lo più relative a licenze informatiche;
- ratei e risconti, pari a €3.427,2k.

| €k | 31Mag26 |
|---|-----------------|
| Passività e Patrimonio netto | |
| Fondo per rischi e oneri | 3.463,3 |
| Debiti di breve periodo | 862,1 |
| Debiti di lungo periodo | 299,6 |
| Totale passività | 4.625,0 |
| Ratei, risconti e altre voci di regolarizzazione | 1.742,8 |
| Patrimonio netto | 5.548,0 |
| Totale Passivo e Patrimonio netto | 11.915,7 |

Le passività sono, invece, costituite da:

- fondo per rischi e oneri, pari a €3.463,3k, principalmente relativi ad accantonamenti fiscali;
- debiti di breve periodo per €862,1k, riconducibili principalmente a debiti fiscali, debiti verso i fornitori e il personale;
- debiti di lungo periodo per €299,6k, relativi a debiti previdenziali e assistenziali;
- ratei e risconti, pari a €1.742,8k.

A fronte delle attività e passività elencate, Xenon AIFM presenta un patrimonio netto pari a €5.548,0k.

SEM



3. LA STIMA DEL FAIR VALUE DI XENON AIFM

3.1. Premessa

In base all'incarico ricevuto, la finalità della presente Relazione consiste nell'espressione di un parere autonomo e indipendente, avuto riguardo alle disposizioni dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile e, quindi, 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.

Scopo della stima è evitare che, attraverso una sopravvalutazione del Conferimento, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato. In tale tipologia di operazioni, il conferimento avviene a fronte del corrispettivo offerto dall'acquirente che deve rappresentare un'adeguata contropartita per i soggetti conferenti. Pertanto, se è generalmente accettato che le stime ai fini di conferimento siano ispirate al principio di prudenza, badando soprattutto all'accertamento dei valori in atto, e limitando il riconoscimento di componenti aventi carattere potenziale, la prudenza deve tenere conto del fatto che il conferimento ha luogo solo se il corrispettivo offerto è giudicato conveniente da entrambe le parti (offerente/conferitaria e azionisti/conferenti). Pertanto, la prudenza deve essere intesa come la verifica che il prezzo riconosciuto nell'ambito dell'Operazione sia un valore recuperabile, sulla base delle informazioni disponibili e secondo aspettative ragionevolmente condivisibili, a prescindere da benefici specifici che potranno derivare dall'integrazione, ovvero, quindi, che il corrispettivo esprima il valore recuperabile per un generico *market participant* che acquisisse la totalità delle azioni Xenon AIFM.

Di conseguenza, in forza di quanto sopra, le analisi di valore sono state svolte prescindendo dalle sinergie nette e costi di integrazione specifici.

3.2. Scelta dei metodi di valutazione

I metodi di stima del capitale economico delle aziende si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie:

- Metodi basati sui dividendi attesi dall'investimento (metodo del *Dividend Discount Model*);
- Metodi basati sul ritorno finanziario atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione (metodo dei flussi di cassa attualizzati o *Discounted Cash Flow Method*);
- Metodi basati sui redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro (metodo reddituale);
- Metodi basati sul "valore patrimoniale" odierno (metodo patrimoniale o metodo patrimoniale complesso);
- Metodologie che uniscono i principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale – reddituale, *Economic Profit*);

msf



- Analisi comparativa di aziende simili (Metodo dei Multipli di Borsa, Metodo dell'Analisi di Regressione e Metodo dei Multipli delle Transazioni Comparabili);
- Metodo delle Quotazioni di Borsa e dei *Target Price* degli analisti (considerati rilevanti per le aziende quotate).

La dottrina aziendalistica e la prassi professionale concordano nel ritenere che la scelta del criterio valutativo risulti in funzione della finalità del Conferimento che ha richiesto la valutazione, della natura della società, del settore di attività di appartenenza e della quantità e qualità delle informazioni a disposizione.

La scelta delle metodologie per esprimere il *fair value* di Xenon AIFM è stata effettuata considerando la finalità dell'Incarico, le caratteristiche distintive della Target, il contesto complessivo di riferimento nonché le informazioni effettivamente disponibili.

In particolare, ai fini della determinazione del *fair value* di Xenon AIFM sono state utilizzate le seguenti metodologie:

- Metodo del Discounted Cash Flow (metodo principale);
- Metodo dei Multipli di Borsa (metodo di controllo);
- Metodo dei Multipli delle Transazioni Comparabili (metodo di controllo).

Si precisa che le metodologie scelte sono quelle usualmente impiegate dalla prassi nazionale e internazionale ai fini della determinazione del valore economico di società che presentano caratteristiche simili a Xenon AIFM.

In linea con quanto previsto dai Principi Italiani di Valutazione, la valutazione è stata effettuata in ottica *standalone*, senza tener conto, dunque, delle sinergie traguadabili ad esito del Conferimento.

Si fornisce, nel prosieguo, una breve descrizione delle metodologie adottate e dell'applicazione delle stesse.

3.3. Il metodo del Discounted Cash Flow

Il DCF, nella versione *unlevered*, assume che il valore di una azienda sia pari alla somma dei valori attuali dei seguenti elementi:

- *Free Cash Flows to Firm ("FCFF")*, ovvero i flussi di cassa futuri destinati alla remunerazione degli azionisti, generati nel periodo di previsione esplicita;
- *Terminal Value ("TV")*, ovvero il valore che sintetizza i flussi di cassa a regime che saranno prodotti dopo il periodo di previsione esplicita.

La metodologia del DCF stima, pertanto, il valore del capitale economico di una azienda sulla base della seguente formula:

$$W = \sum FCFF + TV - PFN + SA$$

FCFF



In particolare, il *Terminal Value* è determinato sulla base della seguente formula:

$$TV = FCFF_{LT} \times (1+g) / (WACC-g)$$

dove:

- g = tasso di crescita di lungo periodo;
- WACC = *Weighted Average Cost of Capital*².

La metodologia del DCF prevede le seguenti fasi:

Fase 1. Identificazione dei flussi economici futuri e dell'arco temporale di riferimento

Ai fini della determinazione dei flussi economici per il periodo 2026-2030, si è fatto riferimento alle previsioni economiche di Xenon AIFM predisposte dal Management della Target.

Inoltre, per la stima dei flussi di cassa, è stato preso in considerazione l'assorbimento patrimoniale figurativo, quantificato sulla base della normativa regolamentare applicabile alle società di gestione dei fondi di investimento.

Fase 2. 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**"), in quanto Xenon AIFM non presenta debito di tipo finanziario.

Il tasso di attualizzazione è stato calcolato sulla base del *Capital Asset Pricing Model*, secondo la seguente formula:

$$Ke = Rf + \beta \times (Rm - Rf)$$

dove:

- Rf: rappresenta il "*risk-free rate*", pari al 3,9%, ovvero il tasso di rendimento di investimenti privi di rischio determinato come dato medio a tre mesi del tasso lordo del BTP decennale rispetto alla data di aggiornamento parametri, in quanto la Target opera ed investe nel mercato italiano.
- β : rappresenta il fattore di correlazione tra il rendimento effettivo di un'azione ed il rendimento complessivo del mercato di riferimento (misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato). Il fattore β applicato è pari a 1,4 ed è stato determinato sulla base dei dati storici rivenienti da un campione di società quotate comparabili operanti nel settore dell'asset management, con focus sui private assets;
- Rm - Rf: rappresenta il "*market premium*", ovvero il premio per il rischio dell'investimento in azioni rispetto ad un investimento "*risk-free*" (nel caso di specie, il premio al rischio applicato è pari al 5,5%).

Handwritten signature

² Data la struttura finanziaria 100% equity della Società il WACC corrisponde al costo del capitale proprio ("**Ke**").



Tramite l'applicazione della metodologia esposta, il tasso di attualizzazione ottenuto è pari al 11,4%.

Fase 3. Calcolo del Valore Terminale

Il Terminal Value è stato calcolato attraverso l'applicazione della formula evidenziata in precedenza, sulla base di un tasso di crescita di lungo periodo, applicato ad un EBITDA normalizzato, pari al 2,0%, assunto pari al tasso di inflazione attesa per l'Italia (fonte: *International Monetary Fund*) ed un K_e pari al 11,4% come sopra menzionato.

Sommando al Terminal Value il valore attuale dei flussi di cassa futuri generati nel periodo di previsione analitica, si è determinato il valore economico del capitale investito operativo ("**Enterprise Value**").

Il valore così ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta ("**PFN**") alla Data di Riferimento e dell'ammontare del valore delle eventuali attività non operative ("**Surplus Assets**", "**SA**") ottenendo così l'*equity value* ("**Equity Value**") che rappresenta il *fair value* del capitale economico della Target.

Dall'applicazione del DCF è emerso un *fair value* per il 100% del capitale sociale di Xenon AIFM compreso tra €69,5m e €80,3m, con un valore centrale pari a €74,4m e corrispondenti ad un *fair value* per il 51,5% circa del capitale di Xenon AIFM compreso tra €35,8m e €41,3m, con un valore centrale pari a €38,3m.

Fair Value di Xenon AIFM al 31 Maggio 2026

| €m | Min | Mid | Max |
|--|--------|--------|--------|
| FV (100% del capitale sociale) | 69,5 | 74,4 | 80,3 |
| FV pro quota (51,48% del capitale sociale) | 35,8 | 38,3 | 41,3 |
| Valore per azione (€) | 463,13 | 496,29 | 535,09 |

3.4. Il metodo dei Multipli di Borsa

Il metodo dei multipli, nella sua variante dei multipli di mercato, utilizzato nel caso di specie come metodo di controllo, si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ad esse relative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nelle seguenti fasi:

- Identificazione delle società comparabili: l'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario;

Handwritten signature



- Definizione dell'intervallo temporale di riferimento: la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo, tensioni speculative e, nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale. Nel caso di specie si è fatto riferimento alle capitalizzazioni di mercato rilevate in prossimità della data di emissione della Relazione;
- Determinazione dei multipli ritenuti più significativi: sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame. Nel caso di specie si è fatto riferimento al multiplo *Price / Earnings*, ("P/E");

Nell'ambito delle analisi valutative svolte, si è fatto riferimento ad un multiplo P/E 2027 determinato sulla base di un campione di società quotate comparabili attive nel settore private equity, per cui sono stati presi a riferimento esclusivamente gli utili depurati della componente delle *performance fees* (Price / Fees Related Earnings, "P/FRE").

I valori medi e mediani del campione risultano in linea con i multipli P/FRE 2027 impliciti derivanti dall'applicazione della metodologia principale.

3.5. Il metodo dei Multipli delle Transazioni Comparabili

Il metodo delle transazioni comparabili ("**Multipli di Transazioni**"), utilizzato nel caso di specie come metodo di controllo, si fonda sui cosiddetti "Deal Multiples", ossia i prezzi espressivi di valori negoziati nell'ambito di transazioni aventi ad oggetto azioni di capitale di imprese comparabili. I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la valorizzazione delle società comparabili e le relative grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative. I risultati di tale rapporto vengono poi aggregati e utilizzati come moltiplicatore per la grandezza di riferimento della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra l'Enterprise Value o l'Equity Value e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative di un campione di transazioni comparabili.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nelle seguenti fasi:

Identificazione delle transazioni comparabili: l'appropriata selezione del campione di transazioni comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle transazioni comparabili si è soliti tener conto di vari fattori relativi alle società coinvolte, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività e l'attendibilità dei dati finanziari. Nel caso di specie si è fatto riferimento ad un campione di transazioni avvenute in Europa e negli Stati Uniti che hanno riguardato l'acquisizione di società di asset management operanti nel settore dei *private asset*;

10/27



Definizione dell'intervallo temporale di riferimento: la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale. Nel caso di specie si è fatto riferimento a un campione di transazioni avvenute nel periodo 2024 - 2026;

Determinazione dei multipli ritenuti più significativi: la scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame. Nel caso di specie, si è fatto riferimento al multiplo Price/AuM ("P/AuM");

I multipli rilevati nell'ambito di tali operazioni risultano mediamente in linea con l'intervallo dei multipli P/AuM impliciti derivanti dall'applicazione della metodologia principale.

4. CONCLUSIONI

Tenuto conto delle finalità dell'incarico riportate al paragrafo 1.1, delle ipotesi e limitazioni di cui al paragrafo 1.5, delle difficoltà di valutazione di cui al paragrafo 1.8 ed in considerazione dei risultati raggiunti mediante l'applicazione delle metodologie sopra descritte, si ritiene di poter concludere che, alla Data di Riferimento:

- ciascuna delle n. 77.213 azioni Xenon AIFM che saranno oggetto di conferimento in Equita ai fini della liberazione delle Nuove Azioni Equita ha un *fair value* incluso tra €463,13 e €535,09; e
- complessivamente, le n. 77.213 azioni Xenon AIFM che saranno oggetto di conferimento in Equita ai fini della liberazione delle Nuove Azioni Equita, hanno un *fair value* incluso tra €35.759.685,93 e €41.315.892,79.

Pertanto, il valore attribuito alle Azioni Xenon Conferite ai fini della determinazione del capitale sociale e del sovrapprezzo nell'ambito dell'Aumento di Capitale in Natura, pari ad €34.999.876,20, è inferiore al *fair value* delle predette Azioni Xenon Conferite quale risultante dalla presente Relazione.

PricewaterhouseCoopers Business Services S.r.l.



Gian Luca Di Martino

(Partner)