

**PARERE SUL VALORE ATTRIBUIBILE ALLA DATA DI RIFERIMENTO DEL 30 GIUGNO 2026
AL CARVE-OUT GN HEARING A/S, OGGETTO DI POSSIBILE ACQUISIZIONE DA PARTE
DI AMPLIFON S.P.A.**

Relazione ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile

Prof. Andrea Amaduzzi

*Ordinario di Economia Aziendale
nell'Università degli Studi di Milano Bicocca*

INDICE

1. L'incarico ricevuto	3
1.1 L'acquisizione di GN Hearing da parte di Amplifon S.p.A.....	3
1.2 Motivi dell'Operazione	5
1.3 Finalità dell'incarico	6
1.4 La documentazione raccolta	8
1.5 Limiti dell'incarico	9
2. Oggetto, finalità e contesto della valutazione.....	11
2.1 La configurazione di valore oggetto della stima	13
2.2 Data di riferimento della valutazione	14
2.3 Requisiti soggettivi dell'esperto incaricato della valutazione	15
3. Descrizione dei beni oggetto di conferimento	16
3.1 Breve descrizione dell'attività svolta da GN Hearing A/S.....	16
3.2 Principali dati economici, patrimoniali e finanziari di GN Hearing A/S alla data di riferimento del 30 giugno 2026	19
3.3 Il Piano 2026-2030 del <i>Carve-Out</i> GN Hearing A/S	23
4. Approccio valutativo e descrizione dei metodi di valutazione	24
4.1 I metodi utilizzabili.....	24
4.2 La scelta dell'approccio valutativo	25
4.3 Limitazioni e difficoltà della valutazione	29
5. I Multipli di Borsa	31
6. I Multipli di transazioni simili o comparabili.....	34
7. Il Metodo finanziario	37
8. Conclusioni	40
Allegati	41

1. L'INCARICO RICEVUTO

1.1 L'acquisizione di GN Hearing da parte di Amplifon S.p.A.

In data 16 marzo 2026 Amplifon S.p.A. (di seguito "Amplifon" o "Società") società di diritto italiano, con sede in Milano, via Ripamonti n. 133, 20141 Milano, codice fiscale, partita IVA e numero d'iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 04923960159 (di seguito "Amplifon", la "Società" o l'"Acquirente"), le cui azioni ordinarie sono quotate sul mercato Euronext Milan organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("Euronext"), ha sottoscritto con GN Store Nord A/S ("GN") un accordo avente ad oggetto l'acquisizione dell'intero *Business Hearing* del Gruppo GN ("GN Hearing A/S", il "*Carve-Out GN Hearing*" o il "Ramo d'Azienda"), il cui perfezionamento è previsto entro la fine del 2026, attraverso una combinazione di azioni e una componente in cassa, subordinatamente al verificarsi delle relative condizioni sospensive, nonché al perfezionamento dello scorporo di GN *Hearing* dal Gruppo GN (l'"Operazione").

Il perfezionamento dell'Acquisizione consentirà la creazione di valore per la Società e tutti i suoi *stakeholder*, rafforzandone e accrescendone le dimensioni, la capacità tecnica, il *know-how* professionale e la solidità patrimoniale, economica e finanziaria.

In particolare, l'Acquisizione rappresenta una naturale evoluzione della *partnership* di lunga data tra Amplifon e GN, nonché un'opportunità unica per Amplifon in quanto, ove perfezionata, consentirebbe la creazione di un primario *player* al livello globale nel settore dell'audiologia, caratterizzato da:

- (i) la capacità di offrire prodotti e servizi innovativi sviluppati sulla base delle necessità dei pazienti, grazie all'operatività *end-to-end* sulla catena del valore nell'audiologia;
- (ii) la combinazione di due operatori globali con valori e modelli di *business* complementari, che condividono la focalizzazione sul miglioramento della salute dell'udito, sull'innovazione, sull'eccellenza operativa, su una mentalità imprenditoriale e su un approccio internazionale;
- (iii) sinergie principalmente derivanti dall'internalizzazione dei volumi di apparecchi acustici di Amplifon;
- (iv) un posizionamento di mercato unico per cogliere i *trend* di crescita del settore; e
- (v) una scala e una base tecnologica e clinica tali da supportare lo sviluppo di nuovi prodotti, la crescita sui mercati chiave, inclusi gli Stati Uniti, consentendo maggiori investimenti in ricerca e sviluppo, con l'obiettivo finale di rafforzare il posizionamento competitivo di Amplifon nel lungo termine.

Ai sensi del contratto sottoscritto in data 16 marzo 2026, è previsto che il corrispettivo dell'Acquisizione sia regolato in parte per cassa e in parte mediante l'emissione di azioni Amplifon di nuova emissione. In particolare, il corrispettivo complessivo dell'Acquisizione ("Corrispettivo"), definito su base *cash and debt free*, è composto da:

- (a) una componente azionaria, pari a n. 56 milioni di nuove azioni ordinarie Amplifon; e
- (b) una componente in denaro pari ad Euro 1.690 milioni (soggetta ai consueti aggiustamenti di natura finanziaria alla data di perfezionamento dell'Acquisizione).

L'Operazione quindi prevede un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile finalizzato all'emissione delle nuove azioni di Amplifon necessarie a regolare la componente azionaria del corrispettivo dell'Acquisizione ("Aumento di Capitale"). Qualora l'Acquisizione non sia realizzata direttamente dalla Società ma tramite un veicolo societario all'uopo costituito e interamente partecipato dalla Società, la Società si farà carico del debito (mediante accollo, delegazione di pagamento o altra modalità idonea) corrispondente alla porzione di prezzo da regolare mediante emissione delle nuove azioni Amplifon (a titolo di finanziamento soci), debito che verrà poi estinto con compensazione con il prezzo di sottoscrizione delle Nuove Azioni dovuto da GN alla Società.

Al fine del perfezionamento dell'Operazione è stato quindi previsto un Aumento di Capitale di Amplifon con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile, in via inscindibile, da eseguirsi entro e non oltre il 30 giugno 2027, con emissione di numero 56.000.000 azioni ordinarie Amplifon, da nominali Euro 0,02 ciascuna (le "Nuove Azioni"), riservato in sottoscrizione a GN Store Nord A/S e da liberarsi in denaro, mediante compensazione, per complessivi euro 630.952.000,00 (pari al Prezzo di Emissione delle Nuove Azioni fissato dal Consiglio di Amministrazione di Amplifon in data 17 settembre 2026 in Euro 11,267 * n. 56.000.000 Nuove Azioni) (il "Reinvestimento") di una parte del prezzo convenuto per l'Acquisizione di una partecipazione rappresentativa dell'intero capitale sociale di GN Hearing A/S, società costituita ai sensi del diritto danese, iscritta al Registro Centrale delle Imprese danese (CVR) al n. 55 08 27 15, con sede legale in Lautrupbjerg 7, DK-2750 Ballerup, Danimarca.

Sebbene l'Aumento di Capitale abbia la natura di aumento di capitale da liberare in denaro, come sopra precisato, l'obbligo di conferimento di denaro dovrà essere estinto mediante compensazione del credito vantato da GN per la cessione dell'intero capitale sociale di GN Hearing A/S.

In considerazione del fatto che il suddetto credito da portare in compensazione non ha natura finanziaria e che sussiste contestualità e sostanziale pre-ordinazione tra l'Acquisizione e il Reinvestimento da parte di GN, il Consiglio di Amministrazione ha reputato opportuno incaricare il sottoscritto Prof. Andrea Amaduzzi, Ordinario di Economia Aziendale, nell'Università degli Studi di Milano Bicocca, Dottore Commercialista e Revisore legale, quale esperto indipendente in possesso dei requisiti di professionalità e indipendenza di cui all'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, per il rilascio di una relazione di stima di GN Hearing A/S alla data di riferimento del 30 giugno 2026, al fine di assicurare l'osservanza dei principi che presiedono alla corretta formazione del capitale sociale e del patrimonio netto.

La relazione di stima redatta in via volontaria secondo i criteri di cui all'articolo 2343-ter del Codice Civile (la "Relazione di Stima"), dovrà attestare che il valore della partecipazione

rappresentativa dell'intero capitale sociale di GN Hearing A/S, dedotto l'importo relativo alla componente di corrispettivo in denaro, è almeno pari al Prezzo di Emissione delle n. 56 milioni di azioni che saranno emesse a fronte dell'esecuzione dell'Aumento di Capitale, determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società ("Prezzo di Emissione"), come detto pari a complessivi Euro 630.952.000,00.

1.2 Motivi dell'Operazione

Come si legge nel comunicato stampa dell'Acquirente del 16 marzo 2026 (il "Comunicato"), l'Operazione ha una rilevanza strategica in quanto *"unisce due leader globali fortemente complementari per rispondere alla crescente domanda di soluzioni avanzate per la salute uditiva. Combinando le forze di GN Hearing e Amplifon, il nuovo Gruppo verticalmente integrato potrà fare leva sui punti di forza distintivi di due pionieri del settore — uno specializzato in prodotti tecnologicamente all'avanguardia e l'altro in cure dell'udito di qualità ed eccellenza clinica data-driven — per offrire un portafoglio completo di soluzioni senza precedenti per clienti, audioprotesisti e pazienti.*

L'Operazione rappresenta la naturale evoluzione della partnership di lunga data tra Amplifon e GN Hearing. Entrambe le società condividono solidi valori fondamentali: la missione di migliorare la salute dell'udito a livello mondiale, l'innovazione come motore essenziale della crescita, l'eccellenza operativa, una mentalità imprenditoriale e una prospettiva autenticamente internazionale. Questa potente combinazione di know-how complementari, capacità tecnologiche, competenze superiori e dati clinici in tempo reale accelererà l'innovazione e lo sviluppo dei prodotti, consentendo maggiori investimenti in ricerca e sviluppo con l'obiettivo finale di offrire ai pazienti un'esperienza eccellente e rafforzare il posizionamento competitivo di Amplifon nel lungo termine.

Amplifon, inoltre, continuerà a preservare e valorizzare l'identità, la storia e i punti di forza di GN Hearing, riconoscendone il valore del marchio, la cultura e le competenze distintive come fattori chiave per il successo futuro della nuova organizzazione.

Con:

- circa 3,3 miliardi di euro di ricavi aggregati;
- circa 830 milioni di euro di EBITDA adjusted pro-forma aggregato;
- oltre 20.000 dipendenti;
- più di 700 professionisti in ricerca e sviluppo e oltre 2.800 brevetti;
- attività in più di 100 paesi,

il nuovo Gruppo si pone come una potente piattaforma globale con un posizionamento unico per cogliere i trend secolari di crescita del settore.

L'Operazione dovrebbe inoltre generare sinergie nette molto significative, facilmente realizzabili e a basso rischio di esecuzione, con il potenziale di creare ulteriore importante valore aggiuntivo nel lungo termine".

I razionali strategici dell'Operazione, che potranno essere meglio articolati dall'Acquirente nel dettaglio solo dopo la positiva conclusione dell'Operazione, sono come di seguito identificati nel

Comunicato, al quale si rimanda per ogni approfondimento:

- a) Creazione di un *leader* globale integrato in audiologia. Il nuovo gruppo offrirà prodotti e servizi innovativi sviluppati sulla base delle necessità dei pazienti, con il controllo *end-to-end* della catena del valore nell'audiologia. La combinazione di *leadership* tecnologica, competenza clinica superiore e una conoscenza ineguagliabile delle necessità dei pazienti accelererà i cicli di innovazione, rafforzerà lo sviluppo dei prodotti ed eleverà gli standard dell'assistenza audiologica a beneficio di clienti, audioprotesisti, pazienti e della comunità scientifica mondiale.
- b) Combinazione strategica altamente complementare. L'Operazione unisce due *leader* globali con valori condivisi, capacità sinergiche e modelli di *business* complementari. La combinazione supporterà l'espansione attraverso molteplici canali, mercati e geografie, migliorerà la diversificazione e rafforzerà la penetrazione nei mercati chiave, soprattutto nell'ampio e attrattivo mercato statunitense.
- c) Sinergie significative e tangibili con un chiaro percorso di realizzazione. Le sinergie identificate saranno trainate principalmente dall'internalizzazione (*insourcing*) dei volumi di apparecchi acustici di Amplifon, con un chiaro percorso di realizzazione. Al riguardo sono state dall'Acquirente già identificate sinergie nette a livello di EBITDA tra 60 e 80 milioni di euro a regime entro il 2029, con significativo potenziale di *upside*.
- d) Enorme potenziale di crescita inespresso. Grazie ad una maggiore scala, a una conoscenza più approfondita dei consumatori e dei pazienti, nonché a una maggiore capacità di investimento, il nuovo Gruppo potrà accelerare lo sviluppo di prodotti di ultima generazione e promuovere una crescita sostenibile, fondata sull'innovazione.

1.3 Finalità dell'incarico

Come precedentemente premesso, l'Acquisizione di GN Hearing A/S da parte di Amplifon S.p.A. prevede un Corrispettivo, su base *cash and debt free* (e quindi riferito a livello di impresa acquisita nel suo complesso (cd. *Enterprise Value*, "EV") articolato in una componente azionaria e una componente in denaro, così come precedentemente definite.

Per quanto riguarda la componente azionaria, in particolare, in data 17 Settembre 2026 il Consiglio di Amministrazione di Amplifon ha deliberato un Aumento di Capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441 del Codice Civile, a servizio dell'Acquisizione, fissando un valore di emissione pari a 11,267 Euro (undici euro virgola duecentosettantasette centesimi) per ognuna delle n. 56.000.000 di Nuove Azioni oggetto di emissione, di cui Euro 0,020 da imputarsi a capitale ed Euro 11,247 da imputarsi a sovrapprezzo.

Considerato anche la componente in denaro del Corrispettivo, pari a Euro 1.690 milioni, il Corrispettivo complessivo per l'Acquisizione è quindi pari a complessivi Euro 2.320,952 milioni,

così composti:

- 1) Euro 1.690,000 milioni in denaro (“Componente in denaro”)
- 2) Euro 630,952 milioni, pari a Euro 11,267 x 56.000.000 azioni di nuova emissione (“Componente in azioni”).

Come sopra illustrato, l’Aumento di Capitale è finalizzato ad emettere le Nuove Azioni di Amplifon oggetto del Reinvestimento e necessarie al saldo del Corrispettivo convenuto con GN in relazione all’Acquisizione di GN Hearing A/S.

Ad esito dell’integrale sottoscrizione dell’Aumento di Capitale Amplifon emetterà un numero complessivo di 56.000.000 nuove azioni ordinarie, riservate esclusivamente a GN.

In conseguenza di ciò, gli altri azionisti della Società subiranno una proporzionale riduzione della propria quota. L’esecuzione dell’Aumento di Capitale comporterà per gli attuali azionisti della Società un effetto diluitivo massimo, in termini di quote di partecipazione al capitale sociale della Società, pari al 17,09%.

Sebbene l’Aumento di Capitale abbia la natura di aumento di capitale da liberare in denaro, come sopra precisato, l’obbligo di conferimento di denaro dovrà essere estinto mediante compensazione del credito vantato da GN verso la società a titolo di prezzo per l’acquisto dell’intero capitale sociale di GN Hearing A/S.

Ai fini del riscontro del valore dell’Aumento di Capitale, e quindi del rispetto dei principi che sovrintendono la corretta formazione del capitale sociale e del patrimonio netto, anche in considerazione del fatto che l’Aumento di Capitale è finalizzato all’acquisizione del controllo GN Hearing A/S, che il suddetto credito da portare in compensazione non ha natura finanziaria e che sussiste contestualità e sostanziale pre-ordinazione tra l’Acquisizione e il Reinvestimento, il Consiglio di Amministrazione di Amplifon, ha deciso di avvalersi, su base volontaria, della disciplina di cui agli articoli 2343-ter, comma 2, lettera b) e 2343-quater del Cod. Civ..

Tale disciplina, in particolare, consente di non richiedere la perizia giurata di stima dei beni conferiti a opera di un esperto nominato dal Tribunale nel cui circondario ha sede la società conferitaria, qualora il valore attribuito ai beni in natura conferiti ai fini della determinazione del capitale sociale e dell’eventuale sovrapprezzo sia pari o inferiore al valore risultante da una valutazione, riferita a 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, resa da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità (art. 2343-ter, comma 2, lett. b) Cod. Civ.).

Inoltre, nell’ambito della normativa prevista dall’ordinamento, ai sensi del combinato disposto di cui agli artt. 2343-quater e 2440 del cod. civ., è previsto che gli amministratori della società

“conferitaria” (nel caso di specie, Amplifon) rilascino, entro il termine di 30 giorni dall’esecuzione del conferimento ovvero, se successiva, dalla data di iscrizione nel registro delle imprese della deliberazione di aumento del capitale, una dichiarazione contenente le informazioni di cui alle lettere a), b), c), d) ed e) dell’art. 2343-quater, comma 3, Cod. Civ., ossia: (a) la descrizione dei beni oggetto di conferimento (nel caso di specie, le azioni GN Hearing A/S) per i quali non sia fatto luogo alla relazione di cui all’art. 2343, comma 1, del Codice Civile; (b) il valore attribuito a detti beni, la fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione; (c) la dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell’eventuale sovrapprezzo; (d) la dichiarazione che non sono intervenuti, successivamente al periodo di cui all’art. 2343-ter, comma 1, del Codice Civile o alla data della valutazione di cui alla lett. b) dell’art. 2343-ter, comma 2, del Codice Civile, fatti eccezionali o rilevanti che abbiano inciso sulla valutazione di cui alla lettera (b) che precede; ed (e) la dichiarazione di idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell’esperto di cui all’art. 2343-ter, comma 2, lett. b) del Cod. Civ.. Ai sensi dell’art. 2343-quater, comma 4, del Cod. Civ., fino a quando la dichiarazione con i contenuti di cui alle lettere (a), (b), (c), (d) ed (e) non sia iscritta nel registro delle imprese, le azioni Amplifon di nuova emissione saranno inalienabili e dovranno restare depositate presso la società.

In tale contesto, Amplifon S.p.A. ha conferito al sottoscritto Prof. Andrea Angelo Aurelio Amaduzzi, Ordinario di Economia Aziendale nell’Università degli Studi di Milano Bicocca, Dottore commercialista e Revisore contabile, nato a Milano, il 2 gennaio 1969, CF. MDZNRN69A02F205B, l’incarico di esprimere un parere sul valore attribuibile al Carve-Out GN Hearing A/S, oggetto di possibile conferimento in natura a seguito dell’esecuzione dell’Acquisizione alla data di riferimento del 30 giugno 2026, anche tenuto conto delle disposizioni dell’art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Cod. Civ. (l’“Incarico”), oggetto della presente relazione.

1.4 La documentazione raccolta

L’Acquirente ai fini di svolgimento dell’incarico ha messo a disposizione del sottoscritto parte della documentazione raccolta nell’ambito del processo di acquisizione di GN Hearing A/S nonché il piano strategico per il periodo 2026-2030 del Carve-Out GN Hearing con specifica indicazione della migliore stima da parte del *management* della Società degli effetti derivanti dall’Acquisizione, con particolare riguardo alle sinergie nette ottenibili nel periodo di Piano.

Ai fini dello svolgimento dell’incarico lo scrivente ha acquisito e fatto riferimento ai documenti meglio descritti in allegato A).

Lo scrivente ha raccolto altra informazione di natura pubblica accedendo alle banche dati S&P Capital IQ e Mergermarket.

1.5 Limiti dell'incarico

L'Incarico e i risultati conseguiti dal suo svolgimento sono sottoposti, oltre ai limiti precedentemente evidenziati, alle seguenti ulteriori limitazioni.

I documenti e le informazioni utilizzati ai fini dello svolgimento dell'incarico non hanno costituito oggetto di verifiche, controlli, revisioni e/o attestazioni da parte nostra coerentemente con il mandato ricevuto e la natura della documentazione a disposizione. Nel corso dell'analisi e nella preparazione dei commenti e conclusioni, si è assunto e si è fatto affidamento sulla correttezza, completezza, accuratezza e ragionevolezza di tutte le informazioni e le assunzioni economico-finanziarie e di altra natura che sono a nostra disposizione. I documenti e le informazioni utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione più oltre descritte sono state analizzate esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva e non è stata svolta alcuna autonoma verifica su tali informazioni. Non sono state svolte, in particolare, procedure autonome di revisione contabile sui dati di bilancio della Società oggetto di valutazione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale, o legate a rischi di qualsiasi tipologia non riportate nella situazione patrimoniale di riferimento.

Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella relazione è da noi resa e nulla di quanto contenuto nella relazione è, o potrà essere, ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri della società oggetto di valutazione.

Ai fini dello svolgimento del processo valutativo si è fatto affidamento anche a dati di natura previsionale stimati in relazione all'evoluzione economico-finanziaria per il periodo 2026-2030 (di seguito "dati di piano"), contenuti nel Piano 2026-2030 del *Carve-Out* GN Hearing, comprensivi degli effetti derivanti dalla prospettata Acquisizione, predisposti e comunicati dalla Società, presupponendo il verificarsi delle assunzioni ed il raggiungimento degli obiettivi prospettici. Le proiezioni economiche e finanziarie, incerte e variabili per natura, riflettono le future strategie della società. La presente relazione non include esplicite od implicite dichiarazioni né garanzie circa le modalità di svolgimento e di implementazione delle suddette strategie e/o il raggiungimento dei risultati futuri.

Eventi attualmente non prevedibili e/o non a nostra conoscenza relativi tra l'altro alle assunzioni del Piano 2026-2030 potrebbero avere un impatto anche significativo sui dati presentati. La

Prof. Andrea Amaduzzi

nostra stima è pertanto resa sulla base delle informazioni disponibili alla data della presente relazione.

Si evidenzia che aggiornamenti o revisioni alle assunzioni e alle proiezioni, successivi alla data di riferimento della valutazione, potrebbero influenzare anche significativamente le stime di valore di seguito riportate. Qualsiasi valutazione di GN Hearing A/S effettuata in passato o eventuali stime future di valore potrebbero quindi risultare divergenti e difficilmente confrontabili con le stime del presente incarico.

Il contenuto della relazione va interpretato come stima del valore del *Carve-Out* GN Hearing A/S, basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati e da noi applicati nella fattispecie attraverso le metodologie di valutazione ritenute più appropriate, nel rispetto dell'Incarico ricevuto.

La presente stima non costituisce una *fairness opinion* né una stima del valore delle azioni di Amplifon S.p.A., né può essere utilizzata ai fini della valutazione della congruità del prezzo di emissione delle Nuove Azioni, che resta nella discrezionalità del Consiglio di Amministrazione. Resta quindi inteso che la presente relazione non potrà in nessun caso essere utilizzata, in tutto o in parte, per finalità differenti da quelle specificate dal suddetto Incarico.

Coerentemente all'Incarico ricevuto, e sulla base di quanto precede, la presente stima costituisce un parere indipendente circa il valore attribuibile al *Carve-Out* GN Hearing A/S alla data di riferimento del 30 giugno 2026 per le finalità meglio precisate.

Restano quindi nella piena autonomia e responsabilità di qualsiasi soggetto dovesse fare riferimento alla presente stima, qualsiasi scelta o decisione derivante dai risultati in essa riportati.

2. OGGETTO, FINALITÀ E CONTESTO DELLA VALUTAZIONE

Come chiarito in letteratura dalla dottrina aziendalistica, le valutazioni economiche si distinguono per l'oggetto, le finalità e il contesto nel quale si collocano ⁽¹⁾.

Nel caso in esame i singoli aspetti possono essere come di seguito identificati.

- a) L'oggetto della presente valutazione, come detto, è il valore attribuibile al *Carve-Out* GN Hearing A/S, oggetto di Acquisizione da parte di Amplifon tramite pagamento del Corrispettivo. Ciò significa che:
 - 1) l'unità di valutazione è rappresentata dall'azienda costituita dal *Carve-Out* GN Hearing A/S;
 - 2) La prospettiva da adottare nella valutazione coincide con quella di un soggetto che acquisisca il controllo di GN Hearing A/S. La suddetta prospettiva deve considerare la società oggetto di valutazione in funzionamento *stand alone*, prescindendo pertanto da specifiche sinergie realizzabili da un determinato acquirente attraverso una possibile integrazione, ma in ogni caso tenendo conto del valore ad essa attribuibile da un "operatore di mercato" (definito anche "partecipante al mercato" ²⁾) in ipotesi di acquisizione del controllo dell'azienda oggetto di valutazione.
- b) In base all'Incarico ricevuto, la finalità della valutazione è l'espressione di un autonomo parere avuto riguardo alle disposizioni dell'art. 2343-ter Cod. Civ., e quindi volto a verificare che il valore dell'oggetto del conferimento non sia inferiore a quello ad esso attribuito ai fini dell'Aumento del Capitale, comprensivo di sovrapprezzo. Scopo della stima è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato. Pertanto la stima deve essere ispirata a principi di prudenza. Va tuttavia considerata anche la sostanza economica dell'Acquisizione, che rappresenta un'acquisizione totalitaria del *Carve-Out* GN Hearing A/S. In letteratura è noto che: *"Quando il conferimento ha per beneficiaria una società preesistente, il carattere prudenziale della valutazione deve essere temperato con l'equilibrio fra le posizioni delle parti"* ⁽³⁾, nel senso che il conferimento avviene al prezzo offerto dall'acquirente, prezzo che deve rappresentare un'adequata contropartita per i soggetti potenziali conferenti (nel caso in esame, GN) pena il non perfezionamento dell'Acquisizione. Pertanto se è generalmente accettato che le stime ai fini di conferimento debbano essere composte con prudenza badando soprattutto all'accertamento dei valori in atto e limitando il riconoscimento di componenti di valore

¹⁾ Si veda: L. GUATRI, V. UCKMAR, *"Linee Guida per le valutazioni economiche. Un contributo alla società italiana e alla giustizia in sede civile, penale e fiscale"*, Egea, Milano, 2009 (di seguito "Linee Guida"), pagg. 29 e segg. Il volume recepisce il lavoro di una Commissione e di un Gruppo di ricerca composto da Accademici ed Esperti professionali. Lo scrivente è stato membro accademico della Commissione.

²⁾ Il concetto di "operatore di mercato" (o "partecipante al mercato") è definito sia nell'ambito dei principi contabili internazionali IAS/IFRS (si veda in particolare IFRS 13 *Fair Value Measurement*, "Definizioni"), sia nei differenti *standards* di valutazione proposti nella realtà internazionale (si veda per tutti: IVSC - *International Valuation Standards*, gennaio 2025, IVS 102 *Bases of Value*).

³⁾ Si veda: L. GUATRI, V. UCKMAR, *"Linee Guida"*, pag. 90.

potenziale, occorre altresì considerare che nel caso di operazioni di acquisizione del controllo di aziende la prudenza deve tenere conto che il conferimento avviene solo se il prezzo è giudicato conveniente da entrambe le parti (acquirente/conferitaria e azionisti/conferenti). Pertanto la prudenza deve essere intesa come la verifica che il prezzo riconosciuto nell'Acquisizione sia un prezzo recuperabile, sulla base delle informazioni disponibili e secondo aspettative ragionevolmente condivisibili, a prescindere dai benefici specifici che potranno risultare dall'integrazione.

In altre parole, la prudenza in questo caso consiste proprio nell'escludere i benefici specifici che la conferitaria potrà realizzare a seguito dell'integrazione, limitandosi a verificare che il prezzo in parola (che corrisponde al valore di conferimento) esprima un probabile valore recuperabile per un qualsiasi altro "partecipante al mercato", che acquisisse, nel caso in esame, il controllo del *Carve-Out* GN Hearing A/S.

- c) Il contesto della valutazione, infine, è definito dai termini e dai contenuti dell'Acquisizione annunciata da Amplifon di GN Hearing A/S, in data 16 marzo 2026, precedentemente già richiamati. In particolare, conformemente alla definizione di Corrispettivo assunta a riferimento, definito su basi *cash and debt-free*, oggetto della valutazione è il valore dell'azienda GN Hearing A/S nel suo complesso (cd. "*Enterprise Value*"), escludendo poste di natura finanziaria e contrattuale (cd. componenti "*Bridge to Equity*") che concorreranno, in caso di perfezionamento dell'Operazione, alla definizione del prezzo finale della stessa.

E' qui inoltre opportuno precisare ed evidenziare che:

- 1) la presente relazione di stima non è finalizzata ad esprimere:
 - alcun giudizio sul valore delle azioni di Amplifon S.p.A.;
 - alcun giudizio sulla congruità del "Corrispettivo";
 - alcun giudizio sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni di Amplifon S.p.A.;
 - alcuna raccomandazione al perfezionamento dell'Acquisizione o sulla sua convenienza economica.
- 2) La presente relazione di stima non può essere utilizzata per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'Incarico che è stato affidato allo scrivente.
- 3) I risultati della presente relazione non possono essere considerati in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui scopo è quello di fornire, anche tenuto conto delle previsioni dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, la stima del valore di GN Hearing A/S, oggetto dell'Acquisizione, alla data di riferimento del 30 giugno 2026.
- 4) I risultati ottenuti e le conclusioni raggiunte nella presente relazione risultano in ogni caso subordinati al contesto valutativo di riferimento e non possono essere in nessun caso utilizzati per finalità differenti.

2.1 La configurazione di valore oggetto della stima

La teoria economica e la prassi professionale indicano l'esistenza di configurazioni diverse del valore (di un bene materiale o immateriale, di un complesso di beni, di un'azienda). Le diverse figure sono peraltro generalmente riconciliabili, una volta chiariti gli elementi differenziali che le distinguono ⁽⁴⁾.

Esistono alcune nozioni generali che è utile richiamare:

1. un valore oggettivo scaturisce da condizioni di utilità stabilmente riconoscibili da qualsiasi investitore. Un valore soggettivo discende invece da condizioni particolari, tipicamente riconducibili alla sfera di utilità di uno specifico operatore;
2. un valore intrinseco, o fondamentale, è frutto di applicazione della razionalità economica nell'apprezzamento delle condizioni di base che lo giustificano. Un valore empirico deriva dall'analisi razionale della realtà di mercato in concreto osservata e presumibilmente osservabile in futuro, che talora può essere spiegata solo in termini generici;
3. un prezzo è un dato contingente, che può non avere alcun collegamento con un valore comunque configurato.

Dati questi concetti generali, nel caso in esame la finalità e il contesto della valutazione condizionano la scelta della "configurazione di valore" di riferimento.

La configurazione di valore è definita dall'articolo 2343-ter del Codice Civile. Al riguardo è utile considerare il dettato dei primi due commi dell'articolo, che per comodità di lettura si riportano di seguito, e che così recitano:

“Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento.

Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore:

- a) *al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero*

⁴⁾ Si veda: L. GUATRI, V. UCKMAR, “Linee Guida”, pag. 31 e segg.

- b) *al valore risultante da una valutazione 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, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità.”.*

Dal dettato dell’articolo si desume che la configurazione di valore di riferimento è: il *fair value* dei principi contabili ovvero il valore di stima, che, per coerenza, non può essere significativamente diverso dal “valore di mercato” dei beni oggetto di conferimento (nel nostro caso l’intera azienda GN Hearing A/S), considerati separatamente rispetto alla conferitaria (ovvero in una prospettiva *stand alone*).

Rispetto ai concetti generali sopra richiamati, la configurazione di valore di riferimento è quindi un “valore oggettivo”, determinabile quale valore normale di mercato.

Il valore di mercato o “valore di scambio”, sempre secondo la dottrina ⁽⁵⁾, fa riferimento a prezzi fatti (e fattibili in futuro) attraverso l’incontro della domanda e dell’offerta di beni omogenei trattati in modo sufficientemente continuo. Presuppone la presenza di condizioni ordinate di mercato e un confronto fra operatori indipendenti e adeguatamente informati. Il profilo di liquidità del bene, cioè la sua attitudine ad essere prontamente realizzato senza subire significativi scarti di prezzo, influenza notevolmente tale valore. In mancanza delle predette condizioni, si suole fare riferimento a valutazioni analogiche o comparative di mercato (ad esempio per gli immobili, le obbligazioni non quotate, le stesse aziende oggetto di stime relative) basate su prezzi fatti (e ritenuti fattibili) per entità confrontabili ⁽⁶⁾.

2.2 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della presente valutazione è il 30 giugno 2026, data di riferimento della più recente Relazione Finanziaria pro-forma del *Carve-Out* GN Hearing A/S consegnatami.

⁵⁾ Si veda sempre: L. GUATRI, V. UCKMAR, “*Linee Guida*”, pag. 31 e segg.

⁶⁾ Con alcune specifiche declinazioni la suddetta definizione è allineata a quella diffusa nella letteratura internazionale di “*fair value*”, di “*fair market value*” o semplicemente di “*market value*”.

2.3 Requisiti soggettivi dell'esperto incaricato della valutazione

L'incarico conferito, come detto, prevede la necessità di fare riferimento nella formulazione del parere alle disposizioni dell'art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile, che, tra l'altro, richiedono specifici requisiti soggettivi richiesti al soggetto incaricato della valutazione. Essi riguardano: l'esperienza, l'adeguata e comprovata professionalità e l'indipendenza.

Al riguardo lo scrivente:

- è Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Milano Bicocca. Titolare del corso di "Analisi strategica e valutazione finanziaria d'azienda", nel corso di Laurea Magistrale in "Scienze Economico aziendali";
- ha pubblicato diversi studi sulle valutazioni d'azienda e ha svolto attività di consulenza in materia, sia per committenti privati, sia nell'ambito di contenziosi tributari e civili, sia per il Tribunale;
- è iscritto, dal 1996, all'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano;
- è iscritto nel Registro dei Revisori Legali;
- è iscritto albo dei Consulenti Tecnici di Milano per discipline contabili e valutazioni d'azienda e singoli *asset*;
- partecipa al Gruppo di Lavoro sulla "Valutazione d'azienda" della Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale (SIDREA);
- è direttore del Centro Studi Aziendali del Dipartimento di Scienze Economico Aziendali e Diritto per l'Economia (Diseade), dell'Università degli Studi di Milano Bicocca;
- è *Academic Member* dell'*International Valuation Standards Council* ("IVSC");
- è Presidente della Commissione di studio per la "Valutazioni economico aziendali" istituita presso l'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano.

Il sottoscritto dichiara altresì di essere indipendente dai soggetti indicati all'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile.

3. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO

Come precedentemente chiarito oggetto della stima è il *Carve-Out* GN Hearing A/S alla data di riferimento del 30 giugno 2026.

3.1 Breve descrizione dell'attività svolta da GN Hearing A/S

Il *Carve-Out* GN Hearing A/S oggetto dell'Operazione di Acquisizione è un gruppo produttore globale di apparecchi acustici in rapida crescita nel settore, che offre un ampio portafoglio di soluzioni uditive intelligenti a più livelli di prezzo e per diversi gradi di ipoacusia, supportato da solide capacità di innovazione, comprese tecnologie proprietarie di Intelligenza Artificiale e *Deep Neural Network*.

L'attività svolta si concentra sullo sviluppo, la produzione e la commercializzazione globale di apparecchi acustici avanzati e soluzioni *audiological* correlate, servendo una clientela globale diversificata che comprende audioprotesisti indipendenti, catene retail specializzate nell'udito, enti governativi e controparti di gare pubbliche, piattaforme di vendita *over-the-counter*, in oltre 100 Paesi, con circa 5.600 dipendenti al 31 ottobre 2025.

La tabella seguente fornisce una panoramica dei Ricavi, del Risultato Operativo Lordo (EBITDA) e del Risultato Operativo (EBIT) del *Carve-Out* GN Hearing A/S per i periodi indicati.

(in milioni di DKK)	2024	2025	Semestre 30 giugno 2025	Semestre 30 giugno 2026
Ricavi	7.092	7.202	3.557	3.524
EBITDA	1.650	1.512	717	618
EBIT	1.205	1.020	475	382

Il *Carve-Out* GN Hearing opera in oltre 100 Paesi, direttamente tramite le proprie controllate o tramite distributori, tra cui Australia, Austria, Brasile, Canada, Cina, Repubblica Ceca, Danimarca, Finlandia, Francia, Germania, India, Italia, Giappone, Corea, Malesia, Paesi Bassi, Nuova Zelanda, Norvegia, Spagna, Svezia, Svizzera, Regno Unito e Stati Uniti.

GN Hearing possiede o prende in locazione impianti operativi in quindici Paesi: Danimarca, Polonia, Spagna, Regno Unito, Paesi Bassi, Stati Uniti, Canada, Brasile, Cina, Malesia, Australia, Nuova Zelanda, Corea, Giappone e India.

A fini di rendicontazione, le attività del *Carve-Out* GN Hearing sono organizzate in tre macro-regioni geografiche: Europa, Nord America e Resto del Mondo (che comprende, tra gli altri, Australia, Nuova Zelanda e India). La tabella seguente fornisce una ripartizione dettagliata dei ricavi del *Carve-Out* GN Hearing per regione nei periodi indicati.

(in milioni di DKK)	2024	2025	Semestre 30 giugno 2025	Semestre 30 giugno 2026
Europa	1.885	2.120	1.025	1.102
Nord America	3.628	3.496	1.761	1.609
Resto del Mondo	1.609	1.586	771	813
Ricavi totali	7.092	7.202	3.557	3.524

Portafoglio prodotti

L'attività del *Carve-Out* GN Hearing struttura il proprio portafoglio di prodotti su misura in tre categorie:

- 1) In-The-Ear (ITE);
- 2) Behind-The-Ear (BTE);
- 3) Receiver-In-The-Ear (RIE).

L'offerta è supportata dall'app ReSound™ Smart 3D, risultata l'app meglio valutata nella sua categoria sull'Apple App Store al 30 giugno 2026, finalizzata a consentire agli utenti di gestire autonomamente la propria esperienza uditiva.

Inoltre, il *Carve-Out* GN Hearing offre un portafoglio di prodotti *over-the-counter* ("OTC") comprendente una selezione di prodotti del portafoglio su prescrizione. Gli apparecchi acustici OTC sono dispositivi orientati al consumatore, progettati per l'acquisto diretto senza necessità di prescrizione o adattamento professionale.

Il portafoglio su prescrizione è commercializzato attraverso sei marchi (ReSound™, Beltone™, Interton™, Danavox™, Danalogic™ e Jabra Enhance™) e tre livelli commerciali (Premium, Specialty e Core), mentre i prodotti OTC sono commercializzati con il marchio Jabra Enhance™.

Le ultime generazioni di prodotti offrono connettività Bluetooth® Low Energy Audio ("BTLEA") o *audio broadcast* Auracast™ su tutto il portafoglio. Inoltre, gli audioprotesisti possono facilmente adattare gli apparecchi alle esigenze dei pazienti mediante il *software* di *fitting* ReSound Smart Fit™, nonché accedere ai servizi *cloud* tramite i servizi online del *Carve-Out* GN Hearing.

Modello di business

Il *Carve-Out* GN Hearing opera principalmente secondo un modello B2B, mediante il quale sviluppa, produce e distribuisce apparecchi acustici e soluzioni *audiological* correlate a una clientela globale diversificata. Il *Carve-Out* GN Hearing non persegue attività di vendita al dettaglio di proprietà diffuse, mantenendo un profilo strutturalmente *asset-light* e preservando la neutralità commerciale nei confronti dei propri partner distributori indipendenti.

La catena del valore *end-to-end* dell'attività GN Hearing si articola in sei fasi operative sequenziali: R&S, Componenti, Elettronica ("Assemblaggio di Circuiti Stampati" o "PCBA" e Ibridi), Assemblaggio, Distribuzione e Post-vendita (Rigenerazione/Riparazione). Ciascuna fase è caratterizzata da un modello di proprietà e gestione distinto.

Al perfezionamento dell'Acquisizione del *Carve-Out* GN Hearing, le attività operative che sostengono la catena del valore saranno classificate in tre categorie:

- (i) “attività autonome”, che saranno trasferite al *Carve-Out* GN Hearing e operate esclusivamente da quest’ultimo in modo autosufficiente;
- (ii) “attività e funzioni condivise”, che continueranno a essere gestite congiuntamente con il più ampio Gruppo GN secondo accordi di servizi condivisi a lungo termine tra Amplifon e il Gruppo GN; e
- (iii) “attività esternalizzate o di controllate”, che saranno svolte da fornitori di servizi terzi o da controllate locali. Alcune delle attività autonome saranno gestite mediante accordi di servizi transitori e accordi di servizi transitori inversi a breve termine tra Amplifon e il Gruppo GN, per un periodo interinale fino a 24 mesi dopo il *closing* dell’Acquisizione del *Carve-Out* GN Hearing. In forza degli accordi di servizi transitori, il Gruppo GN presterà servizi transitori ad Amplifon, mentre gli accordi di servizi transitori inversi prevederanno la corrispondente prestazione di determinati servizi da parte di Amplifon al Gruppo GN, in ciascun caso per garantire la continuità operativa a seguito del *closing* dell’Acquisizione del *Carve-Out* GN Hearing.

Segmenti di clientela

Il *Carve-Out* GN Hearing serve una clientela globale diversificata, nessun singolo cliente rappresentando più del 10% dei ricavi totali per l’esercizio chiuso al 31 dicembre 2025 e per il semestre chiuso al 30 giugno 2026, e i primi 10 clienti (che saranno trasferiti nell’ambito del *Carve-Out*) generando circa il 30% dei ricavi totali per l’esercizio chiuso al 31 dicembre 2025 e per il semestre chiuso al 30 giugno 2026, rispettivamente.

La clientela del *Carve-Out* GN Hearing è organizzata in cinque distinti segmenti di clientela, ciascuno caratterizzato da profili specifici dei clienti, dinamiche di volume e livelli di prezzo medio all’ingrosso: (i) Mercato Aperto; (ii) Catene; (iii) Pubblico e Governativo; (iv) Vendita al Dettaglio di Proprietà del Produttore e Reti Captive [incluse le Forme di Supporto Finanziario ("FSAs")]; e (v) OTC / Online / Nuovi Modelli di Business.

Fornitori

Il *Carve-Out* GN Hearing approvvigiona microelettronica, componenti acustici, moduli wireless, batterie, gusci e materie prime da una rete di fornitori globale e regionale diversificata. Sono adottate strategie di approvvigionamento regionale per ridurre la dipendenza dalle logistiche a lunga distanza, migliorando così la resilienza della catena di approvvigionamento e accorciando i cicli di consegna. Una politica di doppia fonte (*dual-source*) è applicata per la maggior parte dei fornitori del *Carve-Out* GN Hearing.

Tutti i fornitori sono qualificati attraverso rigorosi protocolli di assicurazione qualità finalizzati a garantire affidabilità e conformità normativa, e sono mantenute partnership a lungo termine per stabilizzare i prezzi e salvaguardare la disponibilità dei componenti critici. I contratti di approvvigionamento non contengono impegni di volumi minimi né clausole take-or-pay.

Oltre alle relazioni dirette con i fornitori, il *Carve-Out* GN Hearing si avvale di una serie di fornitori di servizi terzi per il trasporto e la logistica delle merci lungo la propria catena di approvvigionamento.

Quadro normativo

Il *Carve-Out* GN Hearing sviluppa, produce e commercializza apparecchi acustici, classificati come dispositivi medici e pertanto soggetti a stringenti normative sulla sicurezza dei prodotti finalizzate a tutelare gli utenti finali.

Il *Carve-Out* GN Hearing è impegnato a garantire la conformità continuativa alle normative nazionali e alle relative scadenze in materia di segnalazione elettronica dei dispositivi medici e di vigilanza, entrambe essenziali per l'identificazione tempestiva di potenziali problemi di sicurezza e la risposta agli stessi. I processi di vigilanza sono allineati ai requisiti normativi nazionali e internazionali, con scadenze specifiche che disciplinano i tempi di segnalazione degli incidenti.

Forza lavoro

La tabella seguente fornisce una ripartizione della forza lavoro del *Carve-Out* GN Hearing, su base FTE, alla più recente data disponibile, il 31 ottobre 2025. Tali cifre sono stime riferite a quella data e restano soggette a variazioni alla data di closing dell'Acquisizione del *Carve-Out* GN Hearing.

	Al 31 ottobre 2025
Dirigenti	18
Direttori	143
Quadri	483,2
Professionisti	2.331,6
Operai	2.198,4
Esternalizzati/Lavoratori interinali	435,8
Forza lavoro totale	5.610

Contenziosi

Al momento, il *Carve-Out* GN Hearing non è coinvolto in alcun procedimento legale che, singolarmente o complessivamente, si prevede abbia un effetto negativo materiale sulla sua reputazione, posizione finanziaria o risultati operativi considerati nel complesso.

3.2 Principali dati economici, patrimoniali e finanziari di GN Hearing A/S alla data di riferimento del 30 giugno 2026

I principali risultati economici e finanziari del *Carve-Out* GN Hearing A/S per l'esercizio 2025 e per il primo semestre 2026, sono desumibili di seguenti documenti:

- 1) "GN Hearing Carve-Out, Financial Information, 2025 e 2024 FY" ("SIGNED_Proforma Statements Full Year 260926_Final.pdf"), approvato dal Consiglio di Amministrazione di GN Store Nord A/S in data 28 settembre 2026, predisposto in conformità alle "*Material Accounting Policies*", compresa la sezione "*Basis of Preparation of the Carve-Out Financial Information*", come richiesto dalle disposizioni dello

Prof. Andrea Amaduzzi

Share e Purchase Agreement del 16 Marzo 2026 soggetto a revisione legale da parte di PricewaterhouseCoopers Statsautoriseret Revisionspartnerselskab (Denmark), come riportato nella sezione “*Independent Auditor’s Report on the Carve-Out Financial Information*” del suddetto documento; e

- 2) “GN Hearing Carve-Out, Financial Information, 1° January 2026 – 30 June 2026 e 1° January 2026 – 30 June 2026” (“SIGNED_Proforma Statements Half Year 260926_Final.pdf”), approvato dal Consiglio di Amministrazione di GN Store Nord A/S in data 28 settembre 2026, predisposti in conformità alle “*Material Accounting Policies*”, compresa la sezione “*Basis of Preparation of the Carve-Out Financial Information*”, come richiesto dalle disposizioni dello *Share e Purchase Agreement* del 16 Marzo 2026 e soggetti a verifica da parte di PricewaterhouseCoopers Statsautoriseret Revisionspartnerselskab (Denmark), come riportato nella sezione “*Independent Auditor’s Review Report on the Interim Carve-Out Financial Information*”, del suddetto documento.

Di seguito si riportano i principali risultati economici desumibili dai suddetti documenti.

Income statement

DKK million	2026H1	2025H1	2025	2024
Revenues from sales and services	3.524	3.557	7.202	7.092
Operating costs	(2.909)	(2.845)	(5.706)	(5.447)
Other income and costs	3	5	16	5
Gross operating profit (EBITDA)	618	717	1.512	1.650
Depreciation and write-downs of non-current assets	(189)	(191)	(409)	(353)
PPA related depreciation and impairment	(18)	(16)	(17)	(34)
Right-of-use depreciation	(29)	(35)	(66)	(58)
Operating profit (loss) (EBIT)	382	475	1.020	1.205
Gain (loss) on assets measured at fair value	15	-	1	49
Group's share of the result of associated companies valued at equity and gains/losses on disposals of equity investments	15	5	24	65
Interest income and expenses	(93)	(138)	(280)	(246)
Other financial income and expense	(9)	(7)	(35)	(12)
Exchange gains and losses and inflation accounting	(28)	72	70	(34)
Financial income charges and value adjustments to financial assets	(101)	(68)	(220)	(178)
Profit (loss) before tax	282	407	800	1.027
Current and deferred income tax	(63)	(91)	(178)	(229)
Net profit (loss) for the period	219	316	622	798

Fonte: GN Carve Out financial Information

La situazione patrimoniale del *Carve-Out* GN Hearing A/S, desumibile dai suddetti documenti è di seguito riportata.

Balance sheet				
DKK million	2026H1	2025H1	2025	2024
Assets				
Intangible assets	6.123	5.878	5.923	6.237
<i>Goodwill</i>	4.171	4.068	4.058	4.483
<i>In-house development projects</i>	1.606	1.448	1.513	1.366
<i>Customer relationships</i>	29	37	34	45
<i>Software</i>	272	269	268	281
<i>Patents and rights</i>	9	6	13	13
<i>Other</i>	36	50	37	49
Property Plant & Equipment	907	817	841	869
<i>Land factories & office buildings</i>	349	376	365	381
<i>Leasehold improvements</i>	82	33	66	43
<i>Plant & Machinery</i>	69	42	45	48
<i>Operating assets and equipment</i>	78	42	60	48
<i>Assets under construction</i>	36	22	41	18
<i>Right-of-Use Assets</i>	293	302	264	331
Investments	235	219	231	238
Deferred tax assets	531	564	516	606
Other long-term assets	1.777	1.672	1.667	1.879
Long-term assets	9.573	9.150	9.178	9.829
Inventories	987	856	936	755
Trade receivables	1.517	1.536	1.527	1.484
Other receivables	515	515	502	551
Hedging instruments	1	91	23	69
Cash and cash equivalents	97	385	78	118
Short-term assets	3.117	3.383	3.066	2.977
Total assets	12.690	12.533	12.244	12.806

Prof. Andrea Amaduzzi

Balance sheet				
DKK million	2026H1	2025H1	2025	2024
Equity and Liabilities				
Share capital	65	65	65	65
Other reserves	708	654	646	648
Retained earnings	5.214	5.326	5.289	5.354
Carve-Out Business net equity before profit for the period	5.987	6.045	6.000	6.067
Profit (loss) for the period	219	316	622	798
Total Equity	6.206	6.361	6.622	6.865
Medium/long-term financial liabilities	414	438	427	449
Loans from related parties long-term	1.650	1.749	1.618	1.962
Lease liabilities long-term	296	267	233	302
Contract liabilities long-term	121	118	123	128
Provisions for risks and charges	120	121	117	114
Liabilities for employees' benefits	9	13	9	13
Deferred tax liabilities	479	438	477	445
Payables for business acquisitions	60	55	56	59
Other long-term liabilities	353	286	337	348
Total long-term liabilities	3.502	3.485	3.397	3.820
Trade payables	298	357	304	347
Lease liabilities short term	34	58	47	44
Contract liabilities short-term	136	125	123	132
Other payables	808	915	973	986
Hedging instruments	23	60	5	39
Provisions for risks and charges	182	182	202	198
Short-term financial liabilities	27	23	24	23
Loans from related parties short-term	-	2	2	1
Debt from related parties overdraft	1.282	791	308	260
Tax liabilities	192	174	237	91
Total short-term liabilities	2.982	2.687	2.225	2.121
Total liabilities	6.484	6.172	5.622	5.941
Total equity and liabilities	12.690	12.533	12.244	12.806

Fonte: GN Carve Out financial Information

3.3 Il Piano 2026-2030 del *Carve-Out* GN Hearing A/S

Il Gruppo Amplifon ha predisposto uno specifico Piano 2026-2030 riguardante il *Carve-Out* GN Hearing A/S in ipotesi *stand alone* ed evidenziando separatamente e distintamente gli effetti attesi derivare dalla *business combination* nel periodo di Piano, per quanto riguarda gli effetti sui ricavi di esercizio, sui costi *one off* e sulle sinergie attese nel periodo di piano e sostenibili nel medio lungo termine (“*run rate synergies*”) (il “Piano 2026-2030”) (7).

Il Piano 2026-2030 del *Carve-Out* GN Hearing, comprensivo degli effetti attesi dall’Operazione, in particolare, prevede (8):

- 1) Un tasso di crescita del fatturato, nel periodo di Piano, superiore al 4% (Cagr +4,6%);
- 2) Un *Ebitda margin* medio nel periodo di Piano pari a circa il 21,2%, in una prospettiva *stand alone*, prescindendo dagli effetti dell’Acquisizione, e pari a circa il 25,0%, tenendo conto degli effetti dell’Acquisizione, in particolare per quanto riguarda, come detto i costi *one-off* e le sinergie attese (9);
- 3) *Run rate synergies* a un livello intermedio del *range* Euro 60-80 milioni annui;
- 4) Un’incidenza media dei costi di sviluppo capitalizzati (“*Capital expenditures relating to R&D*”) pari a circa il 5,6% del fatturato nel periodo di Piano.
- 5) Un’incidenza media dei Capex complessivi pari a circa l’11,1% del fatturato nel periodo di Piano.

7) Si precisa che il Piano è stato redatto in Euro.

8) Si segnala i risultati consuntivi al primo semestre 2026 evidenziano una contrazione dell’Ebitda rispetto all’analogo periodo 2025; tale andamento è stato implicitamente considerato dalla Società nel dimensionamento prudenziale delle proiezioni che sono state quindi confermate anche alla data di riferimento della stima.

9) Si evidenzia come il *Carve-Out* GN Hearing dipenderà, per un periodo transitorio fino a 24 mesi, da accordi di servizi transitori (TSA) con il Gruppo GN. Ai fini del presente parere si è assunto che tali accordi garantiscano la continuità operativa a condizioni di mercato; ogni riallocazione futura dei costi dei servizi condivisi potrebbe incidere sui risultati prospettici

4. APPROCCIO VALUTATIVO E DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE

4.1 I metodi utilizzabili

La varietà delle metodologie di stima (escludendo le semplici regole empiriche) può essere ricondotta a quattro fondamentali approcci (qualunque sia la configurazione di valore ricercata):

- l'approccio patrimoniale (*asset approach o cost approach*);
- l'approccio basato sui flussi di risultato (*income approach*);
- l'approccio di mercato (o delle transazioni simili) (*market approach*);
- l'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali.

L'approccio patrimoniale

L'approccio patrimoniale si fonda sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Elemento distintivo fondamentale, nell'ambito della famiglia dei metodi patrimoniali, è il trattamento riservato in sede di valutazione agli elementi attivi che formano il cosiddetto "patrimonio immateriale" di un'impresa, vale a dire l'insieme di *intangibles* riferibili al *marketing* e alle relazioni con la clientela, alle tecnologie, alle risorse umane.

In particolare si distinguono nell'ambito dell'approccio patrimoniale:

- i metodi patrimoniali semplici, che comprendono all'attivo solo i beni materiali;
- i metodi patrimoniali complessi, che comportano la valorizzazione specifica dei beni immateriali.

L'approccio basato sui flussi di risultato

L'approccio basato sui flussi di risultato presuppone il convincimento che un'azienda vale per i "frutti", cioè i risultati economici, che è in grado di generare. Esso quindi afferma l'esistenza di un nesso causale tra risultati economici aziendali e valore d'impresa.

In particolare, i metodi di valutazione riconducibili all'approccio basato sui flussi di risultato raffigurano il valore del capitale d'azienda in funzione del flusso di risultati futuri che ci si attende di poter da essa ritrarre. Il loro funzionamento si può descrivere come un'operazione di "conversione" di un flusso di risultati incerti cogliibili lungo un determinato orizzonte temporale nel valore certo a cui oggi potrebbe essere negoziato il diritto di disporre di tale flusso nel futuro. I metodi di valutazione riconducibili all'approccio in parola godono di tre caratteristiche distintive:

- s'incentrano sull'identificazione di "figure" di risultato economico idonee a inviare segnali univoci circa l'efficacia della gestione;
- si fondano sull'utilizzo di procedimenti di attualizzazione/capitalizzazione, tramite cui operare la conversione del flusso di risultati futuri attesi in valore del capitale;

- richiedono, pertanto, la determinazione di idonei tassi di capitalizzazione/sconto.

Appartengono all'approccio basato sui flussi di risultato due principali famiglie di metodi:

1. i metodi finanziari, i quali individuano nei flussi di cassa liquidi e prelevabili la figura di risultato rilevante ai fini della determinazione del valore;
2. i metodi reddituali, i quali individuano nel reddito la figura di risultato rilevante ai fini della determinazione del valore.

L'approccio di mercato

L'approccio di mercato concepisce il valore del capitale dell'impresa in funzione dei prezzi, espressi dai mercati regolamentati ovvero in negoziazioni private, per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende similari o comparabili. Esso richiede lo sviluppo di indicatori di valore, c.d. "multipli", ottenuti rapportando il prezzo effettivo del capitale delle imprese scelte come riferimento al valore di alcune quantità aziendali, e si fonda sull'ipotesi di applicabilità di tali rapporti anche all'impresa oggetto di valutazione.

Appartengono all'approccio di mercato due principali metodi:

- il metodo dei multipli di borsa;
- il metodo delle transazioni simili o comparabili.

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali stima il valore aziendale come somma di due componenti elementari, e cioè rispettivamente:

- il valore patrimoniale delle attività dell'azienda, risultato della stima patrimoniale;
- e il valore "creato" (o distrutto), inteso come avviamento positivo (o negativo), *Goodwill* (o *Badwill*), pari al valore attuale del flusso di sopra-redotti (sotto-redotti) che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impiego delle attività gestite.

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali dunque si riferisce ad un concetto largamente sviluppato nella teoria economica, secondo il quale il capitale di un'azienda deve essere valutato in funzione sia della dotazione di beni tangibili e intangibili, sia della capacità del *management* di ritrarne saggi di remunerazione superiori al "normale".

4.2 La scelta dell'approccio valutativo

La scelta dell'approccio valutativo, considerate le limitazioni precedentemente indicate, nel caso in esame è stata compiuta avendo presenti quattro principali elementi:

- a) la finalità della valutazione;
- b) l'informazione disponibile;

- c) il contesto di riferimento;
- d) le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione.

a) *La finalità della valutazione*

Oggetto dell'Incarico è, come chiarito, la stima, tenuto conto delle disposizioni dell'art. 2343-ter del Codice Civile, del valore attribuibile alla data di riferimento del 30 giugno 2026 al *Carve-Out* GN Hearing A/S oggetto di acquisizione da parte di Amplifon mediante il pagamento del Corrispettivo, costituito da una Componente in denaro e a una Componente in azioni.

Nell'ambito dei principi del nostro ordinamento che presiedono alla corretta formazione del capitale sociale e del patrimonio netto, lo scopo che la richiamata disposizione di legge intende perseguire è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificiosamente incrementato.

Come precedentemente chiarito, considerata la specifica finalità della stima, la configurazione di valore oggetto di stima non può che essere un "valore oggettivo", determinabile quale valore normale di mercato.

Il suddetto valore, come detto, fa riferimento a prezzi fatti (e fattibili in futuro) attraverso l'incontro della domanda e dell'offerta di beni omogenei trattati in modo sufficientemente continuo. Presuppone la presenza di condizioni ordinate di mercato e un confronto fra operatori indipendenti e adeguatamente informati.

Considerati quindi la finalità della stima e la conseguente configurazione di valore assunta quale riferimento si è ritenuto opportuno e adeguato inizialmente considerare le informazioni desumibili da un "approccio di mercato" (*market approach*).

A tal fine sono state applicati i due principali metodi:

- il metodo dei multipli di borsa;
- il metodo delle transazioni simili o comparabili.

La metodologia dei "Multipli di Borsa" (cd. "*Stock Market Multiple*"), che considera le informazioni desumibili dai prezzi osservabili di società quotate comparabili, nel caso in esame è stata ritenuta adeguata per esprimere un probabile valore medio normale di mercato dell'azienda oggetto di valutazione in ipotesi di ottimizzazione della gestione aziendale, secondo andamenti allineati alla media di settore.

La metodologia dei "Multipli di transazioni simili o comparabili" (cd. "*Deal Multiple*"), che considera le informazioni desumibili da prezzi espressi per l'acquisizione di quote di controllo del capitale di aziende, quotate e non quotate, operanti nel medesimo settore dell'impresa oggetto di valutazione, nel caso in esame è stata ritenuta adeguata per esprimere il probabile valore medio di mercato dell'azienda oggetto di valutazione in ipotesi di trasferimento del controllo sulla stessa,

e quindi tenendo conto di un valore normale di mercato delle sinergie ottenibili dal perfezionamento di un'operazione comparabile con quella qui in esame.

b) *L'informazione disponibile*

Come precedentemente chiarito, nello svolgimento dell'Incarico, il sottoscritto ha potuto e dovuto fare affidamento esclusivamente su informazioni trasmesse da Amplifon, nel grado di articolazione e di dettaglio disponibile, tenuto conto del limitato accesso da parte del potenziale acquirente ai dati di dettaglio relativi all'azienda oggetto di acquisizione, nella fase antecedente il perfezionamento dell'acquisizione stessa (cd. "*closing*").

Tale aspetto ha impedito la possibilità di svolgere autonome verifiche e riscontri sull'informazione utilizzata ai fini di valutazione che, come detto, è stata considerata necessariamente assumendo la sua completezza, accuratezza ed esattezza.

Ciò impatta direttamente sull'ampiezza dei metodi selezionabili e sulle modalità di applicazione di quelli utilizzabili.

Come precedentemente chiarito, in particolare, il sottoscritto ha fatto affidamento sui dati di Piano 2026-2030 relativi al *Carve-Out* GN Hearing A/S, ricevuti dalla Società, che si basa sulle migliori stime formulate dal *management* di Amplifon in merito ai risultati attesi dell'azienda oggetto di acquisizione, fondate sulle informazioni allo stato disponibili, e tenendo conto degli effetti differenziali attesi derivanti dal processo di *business combination* (per quanto riguarda in particolare le componenti *one off* e le sinergie attese).

Pur tenendo conto della natura dei dati a disposizione, il sottoscritto ha ritenuto opportuno, nell'elaborazione del giudizio oggetto dell'Incarico affidato, di considerare i dati desumibili dal suddetto Piano 2026-2030, al fine di applicazione di un approccio basato sui risultati attesi derivanti dall'azienda oggetto di valutazione (*income approach*).

Tal approccio è stato applicato sulla base di una metodologia di valutazione finanziaria, ritenuta in grado di fornire indicazioni utili sul probabile valore di mercato dell'impresa oggetto di valutazione derivanti da un'analisi fondamentale.

Considerata la natura dell'informativa disponibile si è altresì ritenuto opportuno considerare i risultati attesi dal *Carve-Out* GN Hearing A/S in una prospettiva *stand alone*, e dimensionare, in linea con aspettative medie di mercato, gli effetti differenziali derivanti dalla *business combination*, ciò conformemente anche alla configurazione di valore oggetto della stima.

c) *Il contesto della stima*

Come precedentemente chiarito la stima si inserisce nell'ambito dell'Operazione di acquisizione del *Carve-Out* GN Hearing A/S da parte di Amplifon, nel rispetto dei principi di corretta formazione del capitale sociale e del patrimonio netto della società acquirente/conferitaria.

Nell'ambito dei suddetti principi lo scopo che le disposizioni di legge intendono perseguire è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato.

La stima, come detto, nello specifico, è volta a verificare che il Corrispettivo dell'acquisizione non sia superiore rispetto al valore attribuibile ai beni acquisiti/conferiti nell'Operazione.

Più in particolare, tenuto conto della composizione del Corrispettivo, la stima deve consentire di evidenziare che il valore della Componente azionaria dello stesso non sia inferiore rispetto al prezzo di emissione delle Nuove Azioni, comprensivo di sovrapprezzo, determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società nell'ambito dell'Aumento di Capitale.

Dato tale contesto della stima, il sottoscritto nell'applicazione dei metodi selezionati, ha ritenuto opportuno e adeguato applicare un approccio cd. *“unlevered”* prescindendo quindi da elementi di natura finanziaria e/o contrattuale (cd. *“Bridge to Equity”*) che non sono ricompresi nella definizione di Corrispettivo assunta quale riferimento.

La scelta dei parametri valutativi nell'ambito dell'applicazione delle metodologie selezionate consentirà quindi una quantificazione del valore complessivo dell'azienda oggetto di valutazione (cd. *“Enterprise Value”*) che verrà posto a confronto con il Corrispettivo definito nell'ambito dell'Operazione, garantendo la confrontabilità e la coerenza dei parametri considerati nell'ambito della verifica fondante il parere oggetto del presente documento.

d) *Le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione*

Come precedentemente già evidenziato l'Operazione prevede il conseguimento di significative sinergie derivanti dal processo di integrazione tra l'impresa acquirente e l'impresa acquisita.

La finalità della stima, subordinata alle previsioni dell'art. 2343 ter del Codice Civile, comporta, come precedentemente chiarito, la necessità di assumere un dimensionamento dei benefici economici differenziali derivanti dall'acquisizione (*“sinergie nette”*) in linea a condizioni medie di mercato, vale a dire nella misura mediamente conseguibile da un operatore di mercato (cd. *“partecipante al mercato”*).

Tale aspetto dovrà essere attentamente considerato nell'ambito dell'applicazione delle metodologie selezionate.

In particolare:

- 1) Nell'applicazione del metodo dei Multipli di borsa i dati dell'impresa oggetto di valutazione dovranno necessariamente essere normalizzati al fine di considerare il beneficio netto medio di mercato derivante dal perfezionamento di un'Operazione di acquisizione comparabile a quella qui in esame;

- 2) Nell'applicazione del metodo dei Multipli di transazioni simili o comparabili si dovrà selezionare un campione, sufficientemente rappresentativo, di transazioni aventi per oggetto l'acquisizione di quote di controllo di imprese operanti in un settore comparabile a quello in cui opera l'impresa oggetto di valutazione, che incorporano quindi "sinergie" specifiche che concorrono alla formazione di un "premio di controllo".
- 3) Nell'applicazione del metodo finanziario conformemente al livello di valore oggetto di stima si dovrà tenere in conto delle "sinergie" nette conseguibili da un "partecipante al mercato" al fine di correttamente quantificare un valore coerente con la configurazione di valore assunta quale riferimento.

4.3 Limitazioni e difficoltà della valutazione

Le considerazioni valutative svolte, oltre ai limiti già precedentemente indicati, hanno presentato le seguenti principali limitazioni e difficoltà:

1. Per quanto riguarda l'applicazione dell'approccio di mercato, si evidenzia come il *Carve-Out* GN Hearing A/S sia solo parzialmente comparabile con altre società quotate o con società oggetto di transazioni considerate similari, alcune delle quali operano in mercati geografici diversi, con differenti *mix* di attività e aventi differenti volumi di affari, profili di crescita, redditività e rischio;
2. L'applicazione del Metodo dei multipli di Borsa presuppone che i prezzi di mercato delle società comparabili riflettano correttamente il valore economico. Tali prezzi possono tuttavia essere influenzati da fattori congiunturali o speculativi e da livelli di liquidità non sempre rappresentativi del valore sottostante, particolarmente per società di ridotta capitalizzazione. Inoltre, l'individuazione del campione di comparabili — settore, dimensioni, area geografica, struttura patrimoniale — è soggetta a ineludibili scelte discrezionali circa l'ampiezza e la composizione del campione stesso.
3. L'applicazione del Metodo delle transazioni simili o comparabili prevede che i dati sulle transazioni derivano da banche dati specializzate e da informazioni pubbliche, non sempre complete (in merito tra l'altro alla struttura del prezzo, *earn-out*, indebitamento alla data di riferimento). I multipli desumibili da tali fonti informative si riferiscono a transazioni avvenute in periodi diversi, potenzialmente non rappresentativi delle attuali condizioni di mercato, e incorporano tipicamente un premio di controllo e sinergie specifiche dell'acquirente. Una limitata numerosità di transazioni disponibili può ridurre inoltre la significatività statistica delle evidenze acquisite.
4. L'applicazione del metodo finanziario si fonda sulle proiezioni del Piano 2026–2030 dell'azienda oggetto di valutazione, caratterizzate da intrinseca incertezza e condizionate

dall'evoluzione di mercati, prezzi, tassi e inflazione, nonché dall'efficacia e realizzabilità delle assunzioni e strategie poste alla base della loro formulazione. Inoltre la quantificazione del valore finale, oltre il periodo di previsione analitica, si fonda sull'assunto del verificarsi di condizioni di mercato osservabili alla data della stima, che non necessariamente si verificheranno e si realizzeranno dopo il periodo di previsione analitica. L'applicazione del metodo infine prevede la condivisione dell'assunto della permanenza di condizioni normative, sia per quanto riguarda l'operatività dell'azienda sia per quanto riguarda la fiscalità, in vigore alla data della stima che potranno mutare e subire variazioni nel periodo di previsione.

Nello svolgimento delle proprie analisi, il sottoscritto ha fatto affidamento e assunto l'accuratezza e completezza di tutte le informazioni a disposizione dalla Società, o altrimenti esaminate.

Nel fare affidamento su analisi finanziarie, proiezioni, ipotesi e previsioni di terzi, il sottoscritto ha assunto che esse siano state predisposte secondo ragionevolezza, sulla base di ipotesi che riflettano le migliori stime attualmente disponibili in merito ai risultati operativi attesi e alle condizioni finanziarie dell'azienda oggetto di valutazione e dei settori di attività su cui tali analisi, proiezioni, ipotesi o stime si riferiscono.

Il valore ottenuto dall'applicazione delle metodologie selezionate è il risultato di un processo di stima fondato sulle informazioni disponibili alla data di riferimento, condotto secondo criteri di ragionevolezza e prudenza, e non un valore certo o esigibile in concreto.

5. I MULTIPLI DI BORSA

Il metodo dei Multipli di Borsa è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società comparabili a quella oggetto di valutazione, raffrontate a determinati parametri economici e/o operativi delle società stesse. Tale metodo si basa sull'assunto generale che, in un mercato efficiente ed in assenza di movimenti speculativi, il prezzo di Borsa delle azioni di una società riflette le aspettative del mercato circa il tasso di crescita degli utili ed il grado di rischio ad esso associato.

L'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa si articola quindi nelle seguenti fasi:

- 1) scelta del campione di società comparabili;
- 2) scelta del moltiplicatore;
- 3) sintesi finale.

Nel caso in esame, considerato l'oggetto, la finalità e il contesto della stima, le determinazioni assunte sono state le seguenti.

Per quanto riguarda la selezione di società comparabili, si è ritenuto ragionevole, assumere a riferimento un campione di imprese considerate comparabili per attività svolta al *Carve-Out* GN Hearing A/S.

L'azienda oggetto di valutazione opera in un mercato dove i veri *peer* puri sono pochi, perché i primi due *player* mondiali non sono quotati.

Si è quindi selezionato un campione di n. 4 società quotate considerate maggiormente comparabili, in funzione dell'attività svolta, di seguito identificate.

Company Name	Ticker	Stock Exchange	Filing Currency	Business Description
Amplifon S.p.A.	BIT:AMP	BIT	EUR	Amplifon S.p.A. distributes hearing solutions and the fitting of customized products that helps people to rediscover various emotions of sound in Europe, the Middle East, Africa, the Americas, and the Asia Pacific.
Cochlear Limited	ASX:COH	ASX	AUD	Cochlear Limited provides implantable hearing solutions in the Americas, Europe, the Middle East, Africa, and Asia Pacific.
Demant A/S	CPSE:DEMANT	CPSE	DKK	Demant A/S operates as a hearing healthcare company in Europe, North America, Asia, Pacific region, and internationally.
Sonova Holding AG	SWX:SOON	SWX	CHF	Sonova Holding AG manufactures and sells hearing care solutions for children and adults in Switzerland, the United States, rest of the Americas, Europe, the Middle East, Africa, and the Asia Pacific.

Fonte: S&P Capital IQ

Due società (“Sonova Holding AG” e “Demant A/S”) possono essere considerate quali “comparabili diretti”, in quanto operanti nel medesimo segmento di attività dell’azienda oggetto di valutazione.

“Amplifon S.p.A.” e “Cochlear Limited” possono invece essere considerati come “comparabili perimetrali”, che operano nella medesima *industry*, ma o in diversi segmenti della catena del valore o con un modello di *business* differente.

Per quanto riguarda la scelta del multiplo (o moltiplicatore), considerate il contesto della valutazione, le caratteristiche del settore di riferimento e la prassi di mercato, si è fatto riferimento ai multipli *asset side* “EV/Sales” e “EV/Ebitda”, nella loro versione “*corrente*” (considerando dati finanziari consuntivi per l’esercizio 2025 forniti dalla banca dati S&P Capital IQ).

In particolare:

1. Si è considerato, per le società ricomprese nel campione selezionato, l’*Enterprise Value* (“EV”) fornito da S&P Capital IQ con riferimento alla data del 30 giugno 2026 ⁽¹⁰⁾.
2. Si sono considerati i dati relativi alle *Sales* e all’Ebitda per l’esercizio 2025 ⁽¹¹⁾.
3. Si è quindi considerato quale dato di sintesi la media e la mediana del valore del multiplo per il campione considerato; tale scelta risulta condivisibile per settori in cui le imprese adottano modelli di *business* ragionevolmente uniformi, come nel caso in esame, e quando si ritiene che l’impresa *target* sarà in grado di assumere un “posizionamento medio” nella graduatoria delle società comparabili, sia per prospettive di crescita sia per capacità di generare *performance* economiche e finanziarie. Ciò coerentemente alla funzione attribuita al metodo in esame nell’ambito dell’unitario processo valutativo qui in oggetto.

I dati così ottenuti vengono sintetizzati nella tabella di seguito riportata ⁽¹²⁾.

Multipli Imprese Comparabili		
	Media	Mediana
EV/Sales 2025	3,0 x	3,0 x
EV/Ebitda 2025	13,8 x	13,7 x

¹⁰⁾ In particolare l’*Enterprise Value* è stato stimato sulla base di una capitalizzazione media delle imprese considerate nell’ultimo semestre e quantificando la posizione finanziaria al netto dei debiti per Leasing, con riferimento alla data del 30 giugno 2026.

¹¹⁾ Secondo la definizione fornita da S&P Capital IQ: “IQ_TOTAL_REV” e “IQ_EBITDA_EQ_INC_EXCL_OPER_LEASE_ADJ” – FY 2025. Data di estrazione: 3 ottobre 2026.

¹²⁾ Al riguardo si evidenzia che i medesimi valori di sintesi, medi e mediani, dei multipli considerati verrebbero confermati anche limitando l’analisi ai soli “comparabili diretti” e quindi escludendo i valori espressi per i “comparabili perimetrali”.

Sulla base del valore medio e mediano dei multipli, espressi dal campione di imprese considerate è stato quindi possibile determinare il valore attribuibile al *Carve-Out* GN Hearing A/S, alla data di riferimento della stima.

A tal fine:

1. Si è fatto riferimento ai dati di Sales per l'anno 2025, che sono stati corretti per tener conto degli effetti derivanti dall'Operazione.
2. Si è fatto riferimento ai dati di Ebitda *Adjusted* per l'anno 2025, così come comunicatoci dalla Società ⁽¹³⁾.
3. Tale Ebitda è stato corretto per tener conto degli investimenti in “*Capital expenditures relating to R&D*” per l'anno 2025 e assumendo, prudenzialmente, un importo di sinergie ottenibili dall'acquisizione pari a Euro 40 milioni annui ⁽¹⁴⁾, quindi prudenzialmente minori rispetto a quelle attese dalla Società acquirente (comprese tra Euro 60-80 milioni).
4. Le *Sales* e l'Ebitda *Adjusted*, così corretti, sono stati assunti ai fini di valutazione.
5. Sulla base dei multipli medi e mediani desumibili dal campione di imprese comparabili considerate è stato quindi determinato l'EV del *Carve-Out* GN Hearing A/S alla data di riferimento del 30 giugno 2026.
6. L' EV derivante dall'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa risulta significativamente superiore rispetto al Corrispettivo dell'Operazione, con un differenziale superiore a + 15,9%.

Sulla base dei risultati così ottenuti il sottoscritto ritiene possibile affermare che, sulla base evidenze emerse dall'applicazione dei metodo dei Multipli di Borsa, alla data di riferimento della stima, il valore del *Carve-Out* GN Hearing A/S è superiore al Corrispettivo dell'Operazione.

¹³⁾ I dati sono stati convertiti da DKK in Euro sulla base di un cambio pari a 0,1341 per l'esercizio 2025.

¹⁴⁾ Sulle ragioni di tale scelta si rimanda a quanto meglio precisato al paragrafo 7.

6. I MULTIPLI DI TRANSAZIONI SIMILI O COMPARABILI

Il metodo dei Multipli di transazioni simili o comparabili è basato sull'analisi di un campione di transazioni aventi per oggetto l'acquisizione di società comparabili a quella oggetto di valutazione, raffrontate a determinati parametri economici e/o operativi delle società stesse. Tale metodo si basa sull'assunto generale che, al fine di stimare il probabile prezzo di mercato di un'azienda nell'ambito di un'operazione che comporta il trasferimento del controllo della stessa, sia utile e opportuno osservare i prezzi fatti in operazioni similari per imprese comparabili, tipicamente operanti nel medesimo settore dell'impresa oggetto di valutazione.

L'applicazione del metodo dei Multipli di transazioni simili o comparabili si articola quindi nelle seguenti fasi:

- 1) scelta del campione di società comparabili;
- 2) scelta del moltiplicatore;
- 3) sintesi finale.

Nel caso in esame, considerato l'oggetto, la finalità e il contesto della stima, le determinazioni assunte sono state le seguenti

Per quanto riguarda la selezione del campione di transazioni di società comparabili, si è inizialmente considerato il campione fornito dalla Società con riferimento a transazioni concluse nel settore *Broader Medtech* e di seguito meglio sintetizzato.

Date Announced	Target	Acquirer	Enterprise Value1(€bn)	EV / Sales	EV / Pre-IFRS 16 EBITDA
May-24	Atrion	Nordson	0,7	4,7 x	21,2 x
Sep-21	Hill-Rom	Baxter International	10,4	4,3 x	19,6 x
Aug-20	Varian Medical Systems	Siemens Healthineers	13,9	5,2 x	30,5 x
Jul-19	Hu-Friedy Manufacturing	Cantel Medical	0,7	3,4 x	15,1 x
nov-18	Encore Medical	Colfax	2,8	2,6 x	11,7 x
May-18	Widex	Sivantos	7,02	4,5 x	19,7 x
Sep-17	Argon Medical	Weigao	0,7	3,8 x	12,5 x
Dec-16	BSN Medical	SCA	2,6	3,2 x	13,6 x
Oct-15	Biosensors International	CITIC Securities	0,7	2,6 x	11,7 x
Jul-15	Patterson Medical	Madison Dearborn	0,6	1,5 x	10,7 x
nov-14	Siemens Hearing Aids	EQT	2,2	3,1 x	14,8 x
May-12	Össur	Demant	0,6	1,4 x	9,9 x
apr-11	AMS Holdings	Endo International	2,0	5,3 x	16,4 x
Broader Medtech –Average				3,5 x	16,0 x
Broader Medtech –Median				3,4 x	14,8 x

Source: Company Public Information, Press Releases, Broker Reports, Mergermarket

Come emerge dall'analisi del campione di transazioni comparabili considerato, le n. 13 operazioni assunte a riferimento sono ricomprese nel periodo 2011-2025. Per tale campione di operazioni il multiplo medio e mediano EV/Sales è compreso tra 3,4 x - 3,5x mentre il multiplo EV/Ebitda è compreso tra 14,8x - 16,0 x.

Al fine di riscontrare la ragionevolezza dei dati desumibili dal campione di transazioni comparabili forniti dalla Società il sottoscritto ha provveduto a interrogare il *data provider* Mergermarket®, selezionando un campione di transazioni che hanno avuto per oggetto l'acquisizione nel periodo 1 gennaio 2017 - 3 ottobre 2026 di imprese operanti nel settore "*Mediacal/Handicap aids and basic healthcare supplies*" ⁽¹⁵⁾, così come classificate dal data provider. I risultati ottenuti sono di seguito sintetizzati.

Deal count summary		Exit multiples	Revenue	No.	EBITDA	No.	EBIT	No.	Earnings	No.
Total number of deals	48	Average	6,6x	48	17,7x	24	30,9x	15	43,2x	7
Deals with undisclosed value	2	Median	3,0x	48	15,2x	24	24,1x	15	29,8x	7
Deals with disclosed value	46	Adjusted average*	5,3x	46	16,8x	22	26,8x	13	38,5x	5
Total disclosed deal value	EUR 55856m									
		Share price comparator	1 month before	No.	1 day before	No.	1 day after	No.	1 month after	No.
		Premia average	-	56,3%	11	24,5%	11	2,8%	13	1,8%

*Top and bottom 2.5% of results removed

Fonte: Mergermarket

Come emerge dall'analisi dei risultati ottenuti dall'interrogazione della banca dati Mergermarket, per le 48 transazioni di cui sono disponibili i parametri finanziari, il multiplo EV/*Sales* medio e mediano è compreso tra 3,0x e 5,3x e il multiplo EV/Ebitda è compreso tra 15,2x e 16,8x. Tale evidenza supporta la ragionevolezza dei dati forniti dal campione *Broader Medtech*: per le 48 transazioni disponibili, infatti il multiplo EV/Ebitda mediano risulta pari a 15,2x (16,8x la media rettificata), esprimendo quindi valori coerenti con il range 14,8x–16,0x desunto dal campione *Broader Medtech* che è stato assunto, secondo criteri di prudenzialità, quale riferimento ai fini della stima

¹⁵⁾ In particolare il settore "*Handicap aids and basic healthcare supplies*" è identificato da Mergermarket nel modo seguente "*Manufacturers of products that assist the physically impaired with day to day living, such as prosthetics, hearing aids, crutches, wheelchairs, walking sticks, reading glasses, and dental braces; and manufacturers of basic healthcare supplies, such as first-aid kits and related items*".

Al fine di stimare il valore attribuibile al *Carve-Out* GN Hearing, alla data di riferimento della stima, sulla base del metodo delle transazioni comparabili, quindi:

1. Si è fatto riferimento ai dati di Ebitda *Adjusted* per l'anno 2025, così come comunicatoci dalla Società.
2. Tale Ebitda è stato corretto per tener conto degli investimenti in “*Capital expenditures relating to R&D*” quantificati per l'anno 2025.
3. Le misura dell'Ebitda *Adjusted*, così corretta, è stata assunta ai fini di valutazione.
4. Sulla base del multiplo EV/Ebitda medio e mediano desumibile dal campione di imprese comparabili considerate è stato quindi determinato l'EV del *Carve-Out* GN Hearing A/S alla data di riferimento del 30 giugno 2026.

Dai risultati ottenuti emerge che anche l'*Enterprise Value* del *Carve-Out* GN Hearing A/S derivante dall'applicazione del metodo dei Multipli di transazioni comparabili risulta in ogni caso superiore rispetto al Corrispettivo dell'Operazione, con un differenziale compreso tra +4,1% e +12,5%.

7. IL METODO FINANZIARIO

Come precedentemente chiarito nell'applicazione dell'approccio dei risultati attesi (cd. *Income Approach*) si è fatto riferimento al metodo finanziario, tenuto conto del contesto della stima, nella sua versione *unlevered* (cd. *Unlevered Discounted Cash Flow* - UDCF).

Il metodo dell'UDCF determina il valore dell'impresa attualizzando, al tasso che riflette il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* - WACC), i flussi di cassa operativi disponibili per tutti i finanziatori (cd. *Free Cash Flow from Operations* - FCFO), non gravati da oneri finanziari e da effetti fiscali dell'indebitamento, attesi nel periodo di previsione analitica oltre un valore finale (cd. *Terminal Value*).

Il suddetto processo di attualizzazione conduce a una stima diretta del valore dell'impresa nel suo complesso (cd. *Enterprise Value* - EV).

Il metodo si è reso applicabile sulla base delle proiezioni contenute nel Piano 2026–2030 del *Carve-Out* GN Hearing A/S, predisposto dalla Società, che fornisce per l'intero orizzonte temporale di proiezione la stima degli elementi economici, patrimoniali e finanziari dell'azienda oggetto di valutazione.

Nell'applicazione dell'UDCF, per la stima del valore complessivo dell'impresa, sono rilevanti le seguenti fasi:

- 1) stima dei flussi di cassa operativi netti (FCFO) nel periodo di Piano;
- 2) determinazione del tasso di attualizzazione, definito in termini di Costo Medio Ponderato del Capitale (*Weighted Average Cost of Capital* – Wacc);
- 3) stima del Valore Terminale o finale dopo il periodo di previsione analitica (periodo di piano).

Le determinazioni al riguardo assunte nel caso in esame sono come di seguito riassumibili.

- 1) I flussi di cassa operativi netti (FCFO) nel periodo di previsione analitica sono stati desunti da Piano 2026-2030 del *Carve-Out* GN Hearing A/S consegnatoci. A tal fine coerentemente alla configurazione di valore oggetto della stima si sono considerati i dati *stand alone* per l'impresa oggetto di valutazione che sono stati corretti assumendo in particolare sinergie conseguibili a fine del periodo di piano e sostenibili nel medio lungo termine (*run rate synergies*) prudenzialmente pari a Euro 40 milioni annui e quindi in misura significativamente inferiore rispetto a quelle medie attese dalla società acquirente (comprese tra Euro 60-80 milioni). L'importo di Euro 40 milioni annui è stato assunto quale stima prudenziale delle sinergie conseguibili da un partecipante al mercato nell'ambito di un'operazione comparabile, posizionandosi al di sotto del punto

intermedio del *range* indicato dall'Acquirente (€70 milioni). Tale dimensionamento trova giustificazione nella natura delle principali leve sinergiche, ricondotte essenzialmente all'internalizzazione (*insourcing*) dei volumi di apparecchi acustici, la cui realizzazione richiede un percorso esecutivo e tempi di attuazione che un operatore di mercato non pienamente integrato difficilmente conseguirebbe nella misura piena ⁽¹⁶⁾. I dati di Piano, così quantificati, sono stati defiscalizzati, in una prospettiva *unlevered*, in base ad un'aliquota d'imposta societaria media ponderata sulla base del fatturato conseguito dall'impresa nelle differenti aree geografiche in cui opera (stimata pari a 25,1%);

- 2) Il costo medio ponderato del capitale (Wacc) è stato quantificato, alla data di riferimento della stima, pari a 8,24%. Al riguardo le principali scelte metodologiche assunte possono essere come di seguito sintetizzate:
 - a. Nella stima del costo medio ponderato del capitale si è assunta una struttura finanziaria target per l'impresa oggetto di valutazione in linea con quella media osservabile per il campione di società quotate comparabili, alla data di riferimento della stima, già in precedenza identificate. Per tali imprese si osserva mediamente una struttura finanziaria principalmente costituita da capitale di rischio $[E/(E+D) = 88,0\%, D/E = 13,7\%]$.
 - b. Il costo del capitale proprio (cd. *Cost of Equity*, K_e) è stato quantificato in base al modello del "*Capital Asset Pricing Model*" ("CAPM") pari a 8,92%. A tal fine sono stati considerati dati di mercato osservabili alla data di riferimento della stima (fonte: S&P Capital IQ). In particolare:
 - i. il tasso privo di rischio (R_f) è stato determinato muovendo dal rendimento a scadenza dei titoli di stato decennali danesi, corretto per tener conto di un "*country risk premium*" medio, determinato considerando i pesi delle aree geografiche in cui opera l'impresa oggetto di valutazione (3,72%);
 - ii. il premio di rischio di mercato è stato determinato come prodotto tra un coefficiente beta *levered* (pari a 0,945) e un premio per il rischio di mercato (cd. "Equity Risk Premium"), quantificato a livello medio delle stime di mercato (5,5%). Il coefficiente beta *levered* è stato in particolare determinato muovendo da un beta *unlevered* medio, alla data di riferimento della stima, per il campione di imprese quotate selezionate (pari a 0,858) corretto, applicando la formula di Hamada, sulla base della struttura finanziaria target e dell'aliquota d'imposta societaria, precedentemente identificate.
 - c. Il costo del capitale di debito (cd. *Cost of Debt*, K_d) è stato quantificato pari a 4,41%. Tale tasso è stato desunto muovendo da un tasso privo di rischio a lunga scadenza

¹⁶⁾ L'assunzione di €40 milioni è stata mantenuta coerentemente nell'applicazione della metodologia dei Multipli di Borsa.

corretto per tener conto di un premio per il rischio (“*spread*”) in linea con il *Credit Rating* medio del campione di imprese quotate comparabili (pari a 1,4%, fonte: S&P Capital IQ). Il costo del capitale di debito è stato quindi defiscalizzato sulla base dell’aliquota d’imposta societaria già in precedenza identificata.

- 3) Il Valore Terminale è stato determinato sulla base di un valore d’uscita, a fine del periodo di Piano, stimato considerando un multiplo di mercato, in linea con quello osservabile alla data di riferimento della stima. In particolare, quindi, l’assunzione che è stata condivisa è che alla fine del periodo di previsioni analitica permangano condizioni di mercato in linea con quelle osservabili alla data di riferimento della stima. Il multiplo di mercato è stato quantificato con riferimento a un Ebitda normalizzato, comprensivo di “*run rate synergies*” e rettificato deducendo le “*Capital expenditures relating to R&D*” dimensionate in funzione di un tasso di crescita di lungo termine, per l’impresa considerata.

Sulla base dei dati così determinati è stato possibile determinare l’*Enterprise Value* del *Carve-Out* GN Hearing A/S, attualizzando alla data di riferimento del 30 giugno 2026, al Costo Medio Ponderato del Capitale (Wacc), i flussi di cassa previsionali nel periodo di Piano e il Valore Terminale ⁽¹⁷⁾.

Dai risultati ottenuti emerge che anche l’*Enterprise Value* del *Carve-Out* GN Hearing A/S, derivante dall’applicazione del metodo dell’*Unlevered Discounted Cash Flow* risulta significativamente superiore rispetto al Corrispettivo dell’Operazione, con un differenziale superiore al +13,1%.

Tali evidenze sono state sottoposte ad un’analisi di sensitività, facendo variare i risultati ottenuti dall’applicazione del metodo finanziario in funzione di una variazione di ± 50 *basis points* del tasso di attualizzazione e di $\pm 0,5x$ del multiplo d’uscita. Tale analisi ha consentito di confermare, in termini di prudenzialità, la ragionevolezza dei risultati ottenuti.

¹⁷⁾ Nel processo di attualizzazione è stata assunta la “*Mid Year Assumption*”, che presuppone un processo di formazione uniforme durante l’anno dei flussi di cassa.

Prof. Andrea Amaduzzi

8. CONCLUSIONI

Alla luce delle analisi svolte e dei risultati raggiunti, tenuto conto dell'oggetto, della finalità e del contesto della stima, nonché dei limiti dell'Incarico ricevuto, meglio descritto nel primo capitolo della presente relazione, lo scrivente ritiene di poter ragionevolmente affermare che:

“alla data di riferimento del 30 giugno 2026, il valore attribuibile al Carve-Out GN Hearing A/S non è inferiore al Corrispettivo previsto per la sua acquisizione da parte di Amplifon S.p.A., pari a complessivi Euro 2.320.952.000,00 e quindi il valore dell'impresa oggetto di acquisizione, dedotto il valore della Componente in denaro del Corrispettivo (pari a Euro 1.690.000.000,00) non è inferiore al valore della Componente in azioni del Corrispettivo (pari a Euro 630.952.000,00), così come determinato dal Consiglio di Amministrazione di Amplifon S.p.A. in data 17 settembre 2026 ai fini dell'emissione di n. 56.000.000 di Nuove Azioni a servizio dell'Aumento di Capitale finalizzato al perfezionamento dell'Operazione”.

Milano, 7 ottobre 2026

Prof. Andrea Amaduzzi



ALLEGATI**Allegato A) Elenco documentazione acquisita in formato elettronico****SPA**

1. Share Purchase Agreement.pdf

Amplifon - The GN Hearing Carve-Out Acquisition.docx

13. Schedule 3.2 - Purchase Price Principles, Including Helsinki Pro Forma Statements.docx

Pro Forma GN

SIGNED_Proforma Statements Full Year 260926_Final.pdf

SIGNED_Proforma Statements Half Year 260926_Final.pdf

NON-GAAP MEASURES v17.docx

Dettaglio fixed assets.xlsx

Piano Carve-out GN Hearing A/S

GN plan last.xlsx

GN plan + transaction impact last.xlsx

Traiano - Model update 16.03.xlsm

2026.03.12 - Project Pearl - Board Materials - v29.pdf

Documenti VDD e DD

1.1.7.1 - Project Pearl - draft Carve-out vendor due diligence report 280226.pdf

DRAFT_Project Pearl_ODD Report_v3.0.pdf

20260311_Project_Traiano_Draft Financial Red Flag Report_vSent F.pdf

20260311_Pjt Traiano_DRAFT Financial DD databook.xlsm

Ogni altra comunicazione, informazione e documentazione, alla data odierna, pubblicamente disponibile sul sito internet di Amplifon S.p.A.