Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

RSM Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A.
Via San Prospero, 1
20121 Milano (MI) – Italy

T +39 02 83421490

rsm.global/italy

ICOP S.p.A. Società Benefit

Relazione ex art. 2343-ter, comma 2, lettera b) del Codice Civile con riferimento al 100% delle azioni ordinarie di Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A. nell'ambito di un'operazione di Offerta Pubblica di Scambio volontaria promossa da ICOP S.p.A. Società Benefit

THE POWER OF BEING UNDERSTOOD
ASSURANCE | TAX | CONSULTING

RSM Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A. with its subsidiary RSM Italy Corporate Finance S.r.l. is a member of the RSM Network and trades as RSM. RSM is the trading name used by the members of the RSM Network. Each member of the RSM Network is an independent accounting and consulting firm which practices in its own right. The RSM Network is not itself a separate legal entity in any jurisdiction.

Società per azioni / Capitale Sociale di euro 1.314.600 i.v.
C.F. e P.IVA: 01889000509
REA MI 2055222/ Registro dei Revisori Con

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

Relazione ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile con riferimento alle azioni ordinarie di Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A. oggetto di potenziale conferimento in natura nell'ambito dell'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da ICOP S.p.A. Società Benefit in data 28 giugno 2026, ai sensi e per gli effetti degli artt. 102 e ss. del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato.

ICOP S.p.A. Società Benefit (di seguito, "**ICOP**", l'"**Offerente**", l'"**Acquirente**", il "**Committente**" o la "**Conferitaria**") ha conferito a RSM Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A. (di seguito, "**RSM**" o lo "**Scrivente**") l'incarico di rilasciare una relazione di stima, ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, avente ad oggetto la stima del valore equo delle azioni ordinarie di Trevi–Finanziaria Industriale S.p.A. (di seguito, "**Trevi**", "**TFI**", l'"**Emittente**" o la "**Target**") oggetto di potenziale conferimento in natura in ICOP nell'ambito dell'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa dall'Offerente in data 28 giugno 2026.

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

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

1. Introduzione 4
1.1 Il contesto di riferimento 4
1.2 Finalità ed oggetto dell'incarico 5
1.3 Data di riferimento della stima 6
1.4 Documentazione utilizzata 7
1.5 Lavoro svolto 7
1.6 Ipotesi e Limitazioni 8
1.7 Principali difficoltà incontrate in sede valutativa 9
1.8 Restrizioni all'uso della presente Relazione 10
2. Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A. 10
2.1 Profilo sintetico di Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A. 10
2.2 Situazione patrimoniale ed economica di TFI 11
3. Capitale Economico ed introduzione alle metodologie di valutazione 13
3.1 Premessa 13
3.2 Scelta delle metodiche valutative 13
3.3 Il metodo delle Quotazioni di Borsa (Market Price) 15
3.4 Metodo dei multipli di Borsa 16
3.5 Metodo dei flussi di cassa attualizzati DCF 17
4. Conclusioni 18

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

1. Introduzione

1.1 Il contesto di riferimento

Con comunicazione diffusa in data 28 giugno 2026, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 102, comma 1, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato (di seguito, il "**TUF**"), nonché dell'articolo 37 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato (di seguito, il "**Regolamento Emittenti**"), ICOP ha reso noto al pubblico di aver assunto la decisione di promuovere un'offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A., società con azioni ammesse alle negoziazioni su Euronext Milan, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (di seguito, l'"**Offerta**" o l'"**OPS**").

L'Offerta ha ad oggetto massime n. 65.578.216 azioni ordinarie Trevi, rappresentative del 100% del capitale sociale dell'Emittente. L'Offerta è finalizzata a conseguire l'integrazione strategica tra ICOP e Trevi e, ricorrendone le condizioni, la revoca delle azioni Trevi dalla quotazione su Euronext Milan.

Il corrispettivo unitario iniziale previsto da ICOP per ciascuna azione Trevi portata in adesione all'Offerta era pari a n. 0,133 azioni ordinarie ICOP di nuova emissione (di seguito, il "**Corrispettivo Iniziale**"). Pertanto, per ogni n. 1.000 azioni Trevi portate in adesione all'Offerta si prevedeva di corrispondere n. 133 azioni ordinarie ICOP di nuova emissione.

Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni ICOP rilevato alla chiusura del 26 giugno 2026, ultimo giorno di Borsa aperta antecedente alla data della Comunicazione, pari a Euro 31,300 per azione, il Corrispettivo Iniziale esprimeva una valorizzazione implicita pari a Euro 4,163 per ciascuna azione Trevi. Tale valorizzazione incorporava un premio pari al 20,1% rispetto al prezzo ufficiale delle azioni Trevi rilevato alla chiusura del 26 giugno 2026, pari a Euro 3,467 per azione.

L'efficacia dell'Offerta è subordinata al verificarsi, ovvero alla rinuncia, ove consentita, delle condizioni di efficacia indicate nella Comunicazione e che sono ulteriormente dettagliate nel documento di offerta pubblicato dalla Società in data 1° settembre 2026. Tra tali condizioni rileva, inter alia, il raggiungimento da parte dell'Offerente, all'esito dell'Offerta, di una partecipazione pari ad almeno il 66,6% dei diritti di voto esercitabili nelle assemblee dell'Emittente. Per una trattazione esaustiva dei termini, delle condizioni e degli effetti dell'Offerta si rinvia alla documentazione d'offerta, resa disponibile al pubblico nei termini e con le modalità previste dalla normativa applicabile.

In data 25 settembre 2026 il Consiglio di Amministrazione di ICOP ha deliberato di effettuare un rilancio, ai sensi dell'art. 44 del Regolamento Emittenti, mediante incremento del corrispettivo offerto nell'ambito dell'Offerta a n. 0,165 azioni ordinarie ICOP di nuova emissione per ciascuna azione Trevi portata in adesione all'Offerta ("**Nuovo Corrispettivo**").

Il Nuovo Corrispettivo, tenuto conto del prezzo ufficiale delle azioni ICOP rilevato alla chiusura del 26 giugno 2026, ultimo giorno di Borsa aperta antecedente alla data della Comunicazione, pari a Euro 31,300 per azione, esprime una valorizzazione implicita pari a Euro 5,165 per ciascuna azione di Trevi e risulta superiore del 24,1% rispetto al corrispettivo originariamente offerto ed incorpora, sulla base del prezzo ufficiale di Trevi registrato al 26 giugno 2026, un premio del 49,0%.

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

Tenuto conto che il corrispettivo dell'Offerta è rappresentato da azioni ordinarie ICOP di nuova emissione, in data 28 giugno 2026 il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha deliberato di sottoporre all'assemblea straordinaria dei soci di ICOP, convocata per il 28 luglio 2026, la proposta di delegare all'organo amministrativo, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, l'aumento del capitale sociale dell'Offerente al servizio dell'Offerta, in via scindibile e anche in più tranches ("**Delega**"). La Delega è stata inizialmente esercita dal Consiglio di Amministrazione in data 20 agosto tenuto conto del Corrispettivo Iniziale e successivamente in data 29 settembre a servizio del Nuovo Corrispettivo. In data 12 ottobre 2026 il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha inoltre deliberato di convocare, per il giorno 13 novembre 2026, in unica convocazione, l'Assemblea straordinaria degli azionisti di ICOP, al fine di deliberare in merito all'aumento del capitale sociale, a pagamento e in via scindibile, da eseguirsi in una o più volte e anche in più *tranche*, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, da liberarsi mediante conferimento in natura, per un importo nominale massimo di Euro 8.721.903, oltre sovrapprezzo, mediante emissione di massime n. 11.804.079 nuove azioni ordinarie ICOP, prive dell'indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare e le medesime caratteristiche delle azioni in circolazione alla data di emissione, in quanto funzionale a soddisfare l'Offerta, e correlata modifica dell'articolo 5 dello statuto sociale. Al fine di assicurare il coordinamento tra tale aumento di capitale e quello oggetto della Delega, come successivamente esercitata, anche alla luce di quanto previsto dall'articolo 2438 del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione ha altresì deliberato che le nuove azioni a servizio dell'Offerta saranno emesse sulla base della delibera di aumento del capitale sociale sottoposta all'approvazione della convocanda Assemblea.

Tale aumento di capitale sarà da liberarsi mediante, e a fronte del, conferimento in natura delle azioni Trevi portate in adesione all'Offerta, ovvero comunque conferite in ICOP in esecuzione dell'obbligo di acquisto e/o del diritto di acquisto ai sensi degli articoli 108 e 111 del TUF, ove ne ricorrano i presupposti. L'aumento di capitale sarà pertanto deliberato con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, del Codice Civile.

Ai fini dell'aumento di capitale al servizio dell'Offerta, il Consiglio di Amministrazione dell'Offerente ha deliberato, ai sensi dell'art. 2440, comma 2, del Codice Civile, di avvalersi della disciplina di cui agli artt. 2343-*ter* e 2343-*quater* del Codice Civile per la stima delle Azioni Trevi oggetto del conferimento in natura. In tale contesto si inserisce la presente Relazione, predisposta ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, con riferimento al valore equo delle azioni Trevi oggetto di potenziale conferimento in natura in ICOP.

1.2 Finalità ed oggetto dell'incarico

ICOP S.p.A. Società Benefit ha conferito a RSM Società di Revisione e Organizzazione Contabile S.p.A. (di seguito, "RSM" o lo "Scrivente") l'incarico di predisporre una relazione di stima ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, avente ad oggetto la stima del valore equo delle azioni ordinarie di Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A. oggetto di potenziale conferimento in natura in ICOP nell'ambito dell'Offerta.

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

La presente Relazione è predisposta nel contesto dell'aumento di capitale di ICOP al servizio dell'Offerta, da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni Trevi portate in adesione all'Offerta ovvero comunque conferite in ICOP in esecuzione delle eventuali procedure di acquisto ai sensi degli articoli 108 e 111 del TUF, ove ne ricorrano i presupposti. Ai fini della presente Relazione, l'Offerta e il predetto aumento di capitale sono congiuntamente definiti l'"Operazione".

La finalità della presente Relazione è quella di fornire una stima del valore equo delle azioni Trevi oggetto di potenziale conferimento in natura, al fine di verificare che il valore attribuito a tali azioni sia almeno pari al valore ad esse attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo dell'aumento di capitale di ICOP al servizio dell'Offerta.

La presente Relazione è stata predisposta tenendo in considerazione la struttura complessiva dell'Operazione e le finalità generali perseguite dalla disciplina civilistica in materia di conferimenti in natura, volta a evitare che, attraverso una sopravvalutazione del bene conferito, si determini un'artificiosa sopravvalutazione del patrimonio della società conferitaria con conseguente danno ai creditori. La stima è stata effettuata assumendo la continuità aziendale della Target e facendo riferimento a una valutazione stand-alone di Trevi, senza considerare eventuali sinergie specifiche, benefici strategici o effetti economici e finanziari potenzialmente derivanti dall'integrazione tra ICOP e Trevi, salvo ove diversamente indicato.

La presente Relazione non costituisce, né deve essere intesa quale, *fairness opinion* sul Corrispettivo dell'Offerta o sulla convenienza economica dell'adesione all'Offerta da parte degli azionisti Trevi. La Relazione non esprime, inoltre, alcuna raccomandazione in merito all'adesione o meno all'Offerta, né alcun giudizio sul valore delle azioni Trevi oggetto di potenziale conferimento in natura ai fini dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, e non ha ad oggetto una valutazione autonoma delle azioni ICOP offerte quale Corrispettivo nell'ambito dell'Offerta.

Si precisa che:

- RSM è soggetto munito della capacità necessaria per lo svolgimento del presente incarico;
- RSM appartiene al network internazionale RSM ed è dotata di estesa esperienza nel campo delle valutazioni peritali;
- RSM non intrattiene con alcuno dei soggetti rilevanti ai sensi dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile rapporti tali da comprometterne l'indipendenza rispetto ai medesimi;
- la presente Relazione è stata predisposta esclusivamente per le finalità di cui all'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, nell'ambito dell'aumento di capitale di ICOP al servizio dell'Offerta.

1.3 Data di riferimento della stima

La data di riferimento della presente Relazione è il 30 Giugno 2026 (la "**Data di Riferimento**"), data alla quale si riferiscono i dati più recenti disponibili relativi alla situazione patrimoniale-finanziaria dell'Emittente.

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

1.4 Documentazione utilizzata

Ai fini della presente Relazione, le analisi sono state svolte sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili alla data di riferimento, nonché della documentazione relativa all'Operazione e alla Target.

In particolare, sono stati esaminati, tra gli altri, i seguenti documenti:

1. Comunicazione ai sensi dell'art. 102, comma 1, del TUF e dell'art. 37 del Regolamento Emittenti divulgata al mercato da I.CO.P. S.p.A. Società Benefit in data 28 giugno 2026;
2. Relazione finanziaria al 30 giugno 2026
3. Comunicato stampa del Gruppo Trevi relativo ai risultati del primo semestre 2026, pubblicato in data 6 agosto 2026;
4. Relazioni finanziarie annuali e periodiche della Target, incluse la relazione finanziaria annuale consolidata al 31 dicembre 2025 e la relazione finanziaria trimestrale consolidata al 31 marzo 2026;
5. Documentazione relativa all'OPS e all'aumento di capitale di Trevi disponibile sul sito internet della Società e presso le ulteriori fonti informative pubbliche rilevanti;
6. Conference Call finalizzata a ripercorrere i risultati finanziari 2025 e il "Business Plan 2026-2029 and Financing Package", pubblicato in data 30 marzo 2026;
7. *Equity research* prodotta dalla società di brokeraggio Alantra in data 8 giugno 2026;
8. *Company profile* della Target e ulteriori informazioni pubblicamente disponibili relative a TFI, al relativo modello di business, al mercato di riferimento e al contesto competitivo.

Lo Scrivente non ha avuto accesso a informazioni private, dati gestionali non pubblici o documentazione riservata della Target. Conseguentemente, la presente Relazione è stata predisposta sulla base delle informazioni pubbliche disponibili, senza svolgimento di attività di due diligence sulla Target.

1.5 Lavoro svolto

Ai fini dello svolgimento dell'Incarico, lo Scrivente ha condotto le attività ritenute necessarie e appropriate in relazione alla natura dell'Operazione, alle finalità della presente Relazione e alla documentazione disponibile.

In particolare, le principali attività svolte hanno riguardato:

- l'esame della documentazione e delle informazioni pubblicamente disponibili relative alla Target, all'Offerente e all'Operazione;
- l'analisi della struttura dell'Offerta e dell'aumento di capitale dell'Offerente al servizio della medesima, con particolare riferimento al conferimento in natura delle azioni Trevi;
- l'individuazione delle metodologie valutative ritenute maggiormente coerenti con l'oggetto della stima, la natura quotata della Target, le finalità civilistiche dell'Incarico e la base informativa disponibile;
- la determinazione delle principali grandezze economico-finanziarie e dei parametri di mercato necessari all'applicazione delle metodologie valutative selezionate;

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

- l'analisi critica dei risultati ottenuti, anche alla luce delle peculiarità della Target e dei limiti propri delle metodologie applicate;
- la predisposizione della presente Relazione e delle relative conclusioni valutative.

1.6 Ipotesi e Limitazioni

Le analisi e le valutazioni contenute nella presente Relazione sono state predisposte sulla base della documentazione indicata nel precedente paragrafo 1.4, nonché delle ulteriori informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti ai fini dello svolgimento dell'Incarico. In particolare, la Relazione è stata redatta facendo riferimento al set informativo accessibile alla generalità degli investitori e degli operatori di mercato alla data di riferimento, non avendo lo Scrivente avuto accesso a informazioni riservate, dati gestionali interni, piani industriali non pubblici, business plan di dettaglio o ulteriori elementi informativi non disponibili al mercato.

Nello svolgimento dell'Incarico, lo Scrivente ha fatto affidamento sulla completezza, accuratezza, attendibilità e coerenza della documentazione esaminata e delle informazioni pubblicamente disponibili, senza procedere ad autonome verifiche di dettaglio sulle stesse. RSM non ha svolto attività di revisione contabile, revisione limitata, due diligence contabile, fiscale, legale, finanziaria, commerciale, industriale o tecnica sulla Target, sull'Offerente o sull'Operazione. Conseguentemente, la presente Relazione non costituisce, né può essere interpretata come, una relazione di revisione, una due diligence o una verifica contabile, fiscale, legale, tecnica o industriale.

Lo Scrivente non ha effettuato verifiche autonome in merito all'esistenza, titolarità, consistenza o esigibilità delle attività e passività della Target, né ha svolto verifiche su eventuali passività potenziali, contenziosi, garanzie, impegni, claims contrattuali, rischi su commesse, rischi fiscali o ulteriori elementi non desumibili dalla documentazione pubblicamente disponibile. Eventuali passività, rischi o rettifiche non emergenti dalle informazioni esaminate potrebbero incidere, anche significativamente, sui risultati delle analisi valutative.

Le analisi svolte si fondano sull'assunzione della continuità aziendale della Target e sull'ipotesi che Trevi continui a operare secondo condizioni di normale funzionamento. La stima è stata condotta su base stand-alone e, pertanto, salvo ove espressamente indicato, non considera eventuali sinergie industriali, commerciali, operative, finanziarie o fiscali, né eventuali benefici strategici, economie di scala o effetti di integrazione derivanti dall'eventuale combinazione tra ICOP e Trevi.

I dati previsionali, le stime di mercato, le indicazioni di piano, le equity research e le informazioni prospettiche eventualmente considerate ai fini delle analisi sono, per loro natura, soggetti a incertezza. I risultati futuri effettivi della Target potrebbero discostarsi, anche significativamente, dalle stime e dalle assunzioni utilizzate nella presente Relazione, anche per effetto dell'andamento del mercato di riferimento, dell'evoluzione del backlog, dell'esecuzione delle commesse, della dinamica dei costi, dell'accesso alle fonti di finanziamento, del contesto macroeconomico e delle condizioni dei mercati finanziari.

I dati di mercato utilizzati, inclusi prezzi di Borsa, volumi scambiati, multipli di società comparabili, consensus e ulteriori parametri finanziari, sono stati desunti da fonti informative ritenute attendibili. Lo Scrivente non assume responsabilità per eventuali errori, omissioni, rettifiche o aggiornamenti successivi dei dati provenienti da tali fonti. Le analisi valutative

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

riflettono le condizioni economiche, patrimoniali, finanziarie, operative, regolamentari e di mercato esistenti alla data di riferimento della presente Relazione, nonché le informazioni disponibili a tale data; eventi successivi o mutamenti del contesto di riferimento potrebbero rendere necessario un aggiornamento delle analisi e incidere sulle conclusioni valutative riportate nella presente Relazione.

La presente Relazione è predisposta esclusivamente ai fini dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, con riferimento alla stima del valore equo delle azioni Trevi oggetto di potenziale conferimento in natura nell'ambito dell'aumento di capitale di ICOP al servizio dell'Offerta. Come sopra detto la presente Relazione non costituisce una *fairness opinion* sul Corrispettivo dell'Offerta, né una raccomandazione agli azionisti Trevi in merito all'adesione o meno all'Offerta; non esprime, inoltre, alcun giudizio sulla convenienza economica dell'Operazione per gli azionisti Trevi, sulla congruità del rapporto di scambio o sul valore delle azioni ICOP offerte quale Corrispettivo nell'ambito dell'Offerta.

1.7 Principali difficoltà incontrate in sede valutativa

La stima del valore equo delle Azioni dell'Emittente e le conclusioni alle quali siamo giunti devono essere interpretate alla luce delle seguenti principali difficoltà incontrate nel corso del lavoro:

- le analisi sono state sviluppate esclusivamente sulla base di informazioni pubblicamente disponibili relative alla Target, non avendo lo Scrivente avuto accesso a informazioni riservate, dati gestionali interni, documentazione non pubblica o interlocuzioni con il management della Target. Non si può pertanto escludere che l'eventuale disponibilità di informazioni ulteriori rispetto a quelle accessibili al mercato avrebbe potuto incidere, anche in misura significativa, sulle analisi svolte e sulle conclusioni della presente Relazione
- non è stato reso disponibile il piano industriale ufficiale 2026-2029 della Target approvato dagli organi competenti. Conseguentemente, le analisi prospettiche sono state sviluppate facendo riferimento alle informazioni pubblicamente disponibili, alle indicazioni comunicate al mercato, alle stime di consensus disponibili e alle ulteriori evidenze ritenute rilevanti, con i limiti propri di dati previsionali non derivanti da un piano industriale completo e formalmente approvato;
- le metodologie valutative adottate presentano, per loro natura, specifici limiti applicativi e richiedono l'assunzione di scelte valutative, parametri e ipotesi di stima. La valutazione del capitale economico non costituisce una mera applicazione automatica di formule, ma implica un processo di analisi critica e di giudizio professionale, nel quale i risultati possono risultare sensibili alle assunzioni adottate, alla selezione delle metodologie, ai parametri utilizzati e all'interpretazione delle evidenze disponibili;
- le analisi si fondano anche su dati di mercato, quotazioni di Borsa, multipli di società comparabili e informazioni finanziarie pubbliche, che sono soggetti a volatilità, aggiornamenti e possibili variazioni nel tempo. Tali elementi possono risentire dell'andamento dei mercati finanziari, del contesto macroeconomico, dell'evoluzione del settore di riferimento, nonché delle aspettative degli operatori in merito alle prospettive economiche e finanziarie della Target;

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

- nel corso delle analisi e nella preparazione della presente Relazione si è assunto e si è fatto affidamento sulla correttezza, completezza e accuratezza di tutte le informazioni e le assunzioni economico-finanziarie e di altra natura pubblicamente disponibili. I documenti e le informazioni utilizzate per le analisi oggetto del nostro Incarico sono stati analizzati esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva; non sono state svolte verifiche o accertamenti finalizzati all'individuazione di errori, inesattezze, passività latenti di qualsiasi natura non riflesse nella documentazione e nelle informazioni disponibili;
- Non sono state svolte inoltre procedure autonome di revisione contabile sui dati di bilancio di TFI e verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale o legate a rischi di qualunque tipologia non riportate nei bilanci e nella situazione patrimoniale dell'Emittente;
- RSM ha sviluppato le proprie analisi sulla base dell'assunto che nel periodo compreso tra il 30 giugno 2026 e la data della presente Relazione non si siano verificati mutamenti sostanziali nel profilo economico-patrimoniale e finanziario dell'Emittente.

1.8 Restrizioni all'uso della presente Relazione

La presente Relazione è stata predisposta esclusivamente per le finalità indicate nel precedente paragrafo 1.2 e, in particolare, ai fini dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, nell'ambito dell'aumento di capitale di ICOP al servizio dell'Offerta.

La Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle sopra indicate, né potrà essere considerata quale supporto decisionale per operazioni, valutazioni, negoziazioni o determinazioni ulteriori rispetto a quelle connesse all'Incarico.

2. Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A.

2.1 Profilo sintetico di Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A.

Trevi – Finanziaria Industriale S.p.A. è la società a capo del Gruppo TFI, gruppo industriale italiano attivo a livello internazionale nel settore dell'ingegneria del sottosuolo, delle fondazioni speciali e della progettazione, produzione e commercializzazione di macchinari e attrezzature specialistiche per fondazioni e perforazioni. Le azioni ordinarie di Trevi sono ammesse alle negoziazioni su Euronext Milan, mercato regolamentato organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.

Il Gruppo TFI opera attraverso due principali divisioni operative:

- la Divisione Trevi, attiva nella progettazione e realizzazione di opere di fondazioni speciali, consolidamenti del terreno, opere geotecniche e interventi di ingegneria del sottosuolo a supporto di infrastrutture, opere civili e industriali;
- la Divisione Soilmec, attiva nella progettazione, produzione e commercializzazione di macchinari e attrezzature specialistiche per fondazioni, perforazioni e consolidamento del terreno.

Il modello di business del Gruppo si caratterizza per l'integrazione tra competenze ingegneristiche, capacità esecutiva nei lavori specializzati e know-how tecnologico nella produzione di macchinari dedicati. Tale integrazione consente al Gruppo di presidiare sia la fase di progettazione ed esecuzione delle opere geotecniche, sia la fase di sviluppo e produzione

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

delle attrezzature specialistiche utilizzate nel settore delle fondazioni e delle perforazioni. Il Gruppo TFI opera su scala internazionale e serve una clientela diversificata composta, tra gli altri, da operatori infrastrutturali, general contractor, committenti pubblici e privati, società industriali e operatori attivi nei settori delle costruzioni, dell'energia, dei trasporti e delle infrastrutture.

2.2 Situazione patrimoniale ed economica di TFI

Si riporta di seguito il conto economico consolidato riclassificato del Gruppo TFI relativo agli esercizi 2023, 2024 e 2025 e Primo Semestre 2026, preso a riferimento per le analisi valutative.

Conto Economico	2023	2024	2025	I Sem 26
Dati in €/000; in % sui Ricavi delle vendite dove non diversamente specificato				
Ricavi delle vendite	594.899	663.263	624.017	270.915
Variazione delle Rimanenze	(6.740)	4.728	(11.372)	2.775
Incrmenti Imm. Per lavori Interni	19.229	12.090	13.421	5.814
Valore della Produzione	**607.388**	**680.081**	**626.066**	**279.504**
Consumo MP e servizi esterni	(403.287)	(467.545)	(408.303)	(175.408)
Costo del Personale	(129.582)	(128.901)	(132.250)	(64.062)
Recurring Ebitda	**74.519**	**83.634**	**85.513**	**40.034**
Recurring Ebitda%	*12,5%*	*12,6%*	*13,7%*	*14,8%*
Oneri straord. Non ricorrenti	(2.218)	(1.887)	(3.699)	(1.042)
Ebitda	**72.301**	**81.747**	**81.814**	**38.992**
Ebitda%	*12,2%*	*12,3%*	*13,1%*	*14,4%*
Ammortamenti	(31.590)	(31.000)	(27.765)	(13.092)
Acc.ti e Svalut	858	(6.535)	(6.212)	(1.368)
Ebit	**41.569**	**44.212**	**47.838**	**24.532**
Ebit%	*7,0%*	*6,7%*	*7,7%*	*9,1%*
Proventi/On. Fin	(454)	(30.597)	(27.537)	(12.206)
Utile/Perdite su cambi	(4.163)	(919)	(345)	1.185
Rettifiche di valore Att. Fin.	(564)	561	45	(17)
Ebt	**36.388**	**13.258**	**20.001**	**13.494**
Ebt%	*6,1%*	*2,0%*	*3,2%*	*5,0%*
Imposte sul reddito	(10.455)	(7.750)	(11.368)	(6.258)
Risultato Netto	**25.933**	**5.508**	**8.633**	**7.236**
Risultato Netto%	*4,4%*	*0,8%*	*1,4%*	*2,7%*

Si riporta di seguito la situazione patrimoniale-finanziaria consolidata riclassificata del Gruppo TFI relativa agli esercizi 2023, 2024 e 2025 e Primo Semestre 2026, presa a riferimento per le analisi valutative.

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

Stato Patrimoniale	2023	2024	2025	I Sem 26
Dati in €/000				
Imm.ni Materiali	169.664	174.406	157.980	161.824
Imm.ni Immateriali	17.256	16.226	15.879	15.548
Imm.ni Finanziari	425	440	467	467
Attivo Fisso	**187.345**	**191.072**	**174.326**	**177.838**
Rimanenze	201.123	272.610	228.475	254.186
Crediti Comm.li	160.410	141.886	129.135	131.340
Debiti Comm.li	(118.165)	(160.931)	(135.777)	(156.610)
Acconti	(52.757)	(63.249)	(51.988)	(59.965)
Altre Attività/(Passività)	(18.324)	(11.282)	(13.414)	(312)
Capitale Circolante Netto	**172.287**	**179.034**	**156.431**	**168.640**
Benefici Successivi alla cess.ne	(10.735)	(11.384)	(10.267)	(10.305)
Capitale Investito Netto	**348.897**	**358.722**	**320.490**	**336.172**
Patrimonio Netto di Gruppo	148.562	161.912	136.555	244.547
Patrimonio Netto pertinenza di te	(1.657)	(2.084)	(3.472)	(506)
Indebitamento Fin. Netto	201.992	198.894	187.406	92.131
Fonti di Finanziamento	**348.897**	**358.722**	**320.490**	**336.172**

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

3. Capitale Economico ed introduzione alle metodologie di valutazione

3.1 Premessa

Oggetto della presente Relazione sono le azioni ordinarie Trevi oggetto di potenziale conferimento in natura in ICOP nell'ambito dell'aumento di capitale dell'Offerente al servizio dell'Offerta.

Ai fini della presente analisi, l'oggetto della valutazione è rappresentato dalle azioni Trevi potenzialmente conferibili, considerate nel contesto complessivo dell'Operazione, e non da singole azioni valutate isolatamente rispetto alla finalità del conferimento. Resta fermo che, per esigenze di rappresentazione e comparabilità dei risultati, le analisi valutative possono essere espresse anche su base unitaria per azione.

La prospettiva adottata è quella di una valutazione della Target in ipotesi di continuità aziendale e su base stand-alone, prescindendo da eventuali sinergie industriali, commerciali, operative, finanziarie o fiscali specificamente realizzabili da ICOP o da un determinato acquirente a seguito dell'eventuale integrazione con Trevi.

In base all'Incarico ricevuto, la finalità della presente Relazione consiste nell'espressione di un parere autonomo e indipendente, avuto riguardo alle disposizioni dell'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, volto a stimare il valore equo dei beni oggetto di potenziale conferimento mediante l'applicazione di principi e criteri generalmente riconosciuti nella prassi valutativa.

La disciplina civilistica in materia di conferimenti in natura è finalizzata a evitare che, mediante una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti impropriamente incrementato. Ne consegue che la valutazione deve essere svolta secondo criteri ragionevoli, prudenti, verificabili e coerenti con la base informativa disponibile. Nel caso di specie, occorre tuttavia considerare anche la sostanza economica dell'Operazione, che si inserisce nell'ambito di un'offerta pubblica di scambio avente ad oggetto azioni di una società quotata. In tale contesto, la prudenza valutativa deve essere intesa come verifica che il valore equo attribuibile alle azioni Trevi sia supportato da evidenze di mercato, da dati economico-finanziari osservabili e da assunzioni ragionevolmente condivisibili, senza attribuire rilievo a benefici specifici riferibili all'Offerente.

Pertanto, le analisi di valore sono state svolte considerando la Target in un'ottica di funzionamento e su base stand-alone, facendo riferimento alle informazioni disponibili alla data di riferimento della stima e prescindendo da effetti sinergici o benefici particolari connessi alla possibile integrazione con ICOP.

3.2 Scelta delle metodiche valutative

Come previsto dall'articolo 2343-ter, comma 2, lettera b), del Codice Civile, nello svolgimento dell'Incarico si è fatto riferimento a principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto di conferimento e, in quanto applicabili, agli orientamenti della prassi valutativa.

In termini generali, la prassi valutativa riconduce le metodologie di stima del capitale economico d'impresa a diverse famiglie di criteri, distinguibili in funzione della grandezza economica, patrimoniale, finanziaria o di mercato posta alla base della valutazione:

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

- metodi finanziari, fondati sull'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici che l'impresa è attesa generare in condizioni di continuità aziendale;
- metodi reddituali, basati sulla capacità dell'impresa di produrre redditi futuri normalizzati e sostenibili;
- metodi patrimoniali, fondati sulla valorizzazione analitica delle attività e passività aziendali, eventualmente rettificate al fine di rifletterne il valore corrente;
- metodi misti patrimoniali-reddituali, che combinano elementi di natura patrimoniale con componenti reddituali, anche mediante la valorizzazione dell'avviamento;
- metodi fondati sulle quotazioni di Borsa, applicabili alle società quotate, che assumono a riferimento i prezzi espressi dal mercato regolamentato nel quale le azioni sono negoziate;
- metodi di mercato, basati sull'osservazione di parametri valutativi espressi dal mercato per società comparabili quotate o desumibili da operazioni aventi ad oggetto società comparabili.

La scelta delle metodiche valutative dipende dalla finalità della valutazione, dalla natura della società oggetto di stima, dal settore di appartenenza, dalla struttura economico-finanziaria dell'impresa, dalla disponibilità e qualità delle informazioni utilizzabili e dalla significatività dei dati di mercato osservabili.

Nel caso in esame, la scelta delle metodologie è stata effettuata tenendo conto della finalità civilistica della presente Relazione, della natura quotata della Target, delle caratteristiche del Gruppo TFI, della base informativa pubblicamente disponibile e dell'esigenza di adottare criteri ragionevoli, verificabili e coerenti con la prassi professionale.

Un primo elemento rilevante è rappresentato dalla circostanza che le azioni ordinarie Trevi sono negoziate su Euronext Milan. Tale profilo rende significativa l'analisi delle quotazioni di Borsa, in quanto fondata su prezzi osservabili e su transazioni effettivamente concluse sul mercato.

Un secondo elemento è rappresentato dalla possibilità di confrontare Trevi con un campione di società quotate ritenute comparabili, seppur con i limiti derivanti dalle specificità del modello di business di TFI. Tale circostanza rende applicabile il metodo dei multipli di mercato.

Un terzo elemento è rappresentato dall'opportunità di affiancare alle evidenze di mercato un criterio di natura fondamentale, basato sulla capacità prospettica della Target di generare flussi di cassa in condizioni di continuità aziendale. Tenuto conto di quanto già indicato circa l'indisponibilità di un piano industriale formalizzato dal quale ricavare i flussi attesi, siano essi finanziari o reddituali, nel caso di specie si è deciso sostituire il concetto di capacità prospettica della Target con quello di capacità "inerziale" da intendersi questo come la capacità della Target di generare un flusso normale costante nel tempo. Per queste ragioni è stato applicato il metodo dei flussi di cassa attualizzati nella configurazione Gordon Growth Model.

Non sono stati invece assunti a riferimento metodi patrimoniali puri, in quanto ritenuti meno rappresentativi della capacità prospettica della Target di generare reddito e flussi di cassa in continuità aziendale. Non sono stati inoltre applicati metodi fondati su transazioni comparabili, in considerazione della limitata disponibilità di operazioni recenti pienamente confrontabili con Trevi per settore di attività, dimensione, struttura finanziaria, presenza internazionale e specificità del modello di business.

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

Si fornisce, nel prosieguo, una descrizione delle metodologie di valutazione utilizzate.

3.3 Il metodo delle Quotazioni di Borsa (Market Price)

Il metodo delle quotazioni di Borsa consiste nell'attribuire alle azioni di una società quotata un valore coerente con quello espresso dal mercato nel quale tali azioni sono negoziate.

Secondo tale metodo, i corsi di Borsa di titoli azionari negoziati su mercati regolamentati rappresentano un indicatore rilevante del valore di una società, in quanto riflettono il risultato del processo di negoziazione tra operatori di mercato. In linea generale, tali prezzi incorporano le informazioni pubblicamente disponibili relative alla società, al settore di appartenenza, alle prospettive di redditività, al profilo di rischio e al contesto economico-finanziario di riferimento.

La significatività delle quotazioni di Borsa dipende, tuttavia, da diversi fattori, tra cui il grado di liquidità del titolo, l'efficienza del mercato di riferimento, l'adeguatezza dei volumi di scambio e la scelta di un orizzonte temporale idoneo a ridurre l'effetto di eventuali fluttuazioni di breve periodo, eventi non ricorrenti o tensioni speculative.

Nel caso di specie, il metodo è stato applicato facendo riferimento all'andamento del titolo Trevi su un orizzonte temporale di 52 settimane con rilevazione giornaliera antecedente alla data di riferimento della stima. Tale orizzonte è stato ritenuto idoneo a rappresentare un periodo di osservazione sufficientemente ampio, in grado di cogliere l'andamento medio del titolo e, al contempo, di attenuare l'effetto di oscillazioni giornaliere o dinamiche meramente contingenti.

Ai fini dell'applicazione del metodo sono state considerate due configurazioni: il prezzo medio di mercato ponderato per i volumi scambiati e il prezzo medio di mercato semplice.

Il prezzo medio ponderato per i volumi attribuisce maggiore rilevanza alle sedute caratterizzate da volumi di negoziazione più significativi poiché i prezzi che si formano in presenza di maggiori volumi sono maggiormente rappresentativi dell'effettivo equilibrio tra domanda e offerta del titolo.

Il prezzo medio non ponderato considera invece in modo uniforme i prezzi osservati nel periodo di riferimento, indipendentemente dai volumi negoziati nelle singole sedute. Tale configurazione consente di osservare il livello medio delle quotazioni del titolo nel periodo considerato.

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

3.4 Metodo dei multipli di Borsa

Il metodo dei multipli di mercato si basa sull'osservazione dei parametri valutativi desumibili dalle quotazioni di società comparabili e sulla successiva applicazione di tali parametri alle corrispondenti grandezze economico-finanziarie della società oggetto di valutazione.

Tale metodologia si fonda sull'assunto che società operanti in settori affini o caratterizzate da profili economico-finanziari comparabili possano essere valorizzate dal mercato secondo criteri omogenei. In tale prospettiva, il valore della società oggetto di stima viene determinato applicando alle relative grandezze economiche, patrimoniali o finanziarie i multipli rilevati su un campione di società quotate ritenute comparabili.

I multipli sono generalmente determinati come rapporto tra il valore riconosciuto dal mercato alle società comparabili, espresso in termini di Enterprise Value o di Equity Value, e una o più grandezze economico-finanziarie ritenute significative, quali, a titolo esemplificativo, ricavi, EBITDA, EBIT o utile netto.

L'applicazione del metodo dei multipli di mercato si articola, in termini generali, nelle seguenti fasi:

- individuazione di un campione di società quotate ritenute comparabili rispetto alla società oggetto di valutazione;
- analisi delle caratteristiche operative, dimensionali, geografiche, reddituali e finanziarie delle società incluse nel campione;
- selezione dei multipli ritenuti maggiormente rappresentativi in funzione del settore di attività e delle caratteristiche della società oggetto di stima;
- determinazione dei multipli sulla base dei dati di mercato e delle grandezze economico-finanziarie delle società comparabili;
- applicazione dei multipli così determinati alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

La selezione del campione di società comparabili rappresenta una fase particolarmente rilevante dell'analisi. A tal fine sono normalmente considerati, tra gli altri, il settore di appartenenza, il modello di business, la dimensione, il grado di internazionalizzazione, il profilo di redditività, la struttura finanziaria, la disponibilità di dati economico-finanziari attendibili e la liquidità dei titoli negoziati sul mercato.

Ai fini della presente Relazione, è stato utilizzato il multiplo EV/EBITDA, ritenuto significativo in considerazione della natura industriale del TFI e della rilevanza della redditività operativa lorda ai fini dell'apprezzamento del valore dell'impresa. Tale multiplo rapporta l'Enterprise Value alla redditività operativa lorda e consente di confrontare società caratterizzate da differenti strutture finanziarie, livelli di indebitamento, politiche fiscali e politiche di ammortamento.

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

Nel caso specifico, il metodo dei multipli di mercato è stato applicato facendo riferimento a due configurazioni del multiplo EV/EBITDA:

- EV/EBITDA Trailing;
- EV/EBITDA Actual.

Relativamente al primo, il multiplo EV/EBITDA Trailing consente di determinare il valore della Target sulla base dei risultati economici consuntivati negli ultimi 12 mesi.

Relativamente al secondo, il multiplo EV/EBITDA Actual consente di stimare il valore della Target sulla base delle performance attese dell'esercizio corrente – *rectius* 2026. Al fini dell'applicazione del presente multiplo si è optato per l'utilizzo dell'Ebitda 26 atteso comunicato dal management della Target – nel caso di specie è stato preso il valore centrale del range comunicato al mercato e nel corso della presentazione dei risultati del primo trimestre 26 – e su quello stimato da parte degli analisti – e.g Consensus.

3.5 Metodo dei flussi di cassa attualizzati DCF

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati, si fonda sul principio secondo cui il valore economico di una società è pari al valore attuale dei flussi di cassa futuri che la stessa è in grado di generare in condizioni di continuità aziendale.

Tale metodologia rappresenta un criterio di natura fondamentale, in quanto il valore dell'impresa è determinato sulla base della capacità prospettica di generare cassa, tenendo conto del profilo di rischio dell'attività e delle aspettative di crescita sostenibile nel lungo periodo.

Nella configurazione Gordon Growth Model, il valore dell'impresa viene stimato assumendo un flusso di cassa normalizzato e un tasso di crescita stabile di lungo periodo. Il flusso normalizzato viene capitalizzato a un tasso coerente con il profilo di rischio della società, al netto del tasso di crescita sostenibile assunto.

La formula che esprime tale metodologia valutativa è la seguente:

$$Equity\ Value = \frac{FCF\ normalizzato}{WACC - g} - NFP$$

dove:

- FCF normalizzato indica il flusso di cassa operativo normalizzato, al netto degli assorbimenti connessi agli investimenti e al capitale circolante, considerato nella configurazione unlevered, ossia prima del servizio del debito, assunto pari a circa Euro 44,3 milioni;
- WACC indica il costo medio ponderato del capitale, coerente con il profilo di rischio della Target, assunto pari all'8,93%;
- g indica il tasso di crescita sostenibile di lungo periodo, assunto pari all'1,00%;
- PFN indica l'indebitamento finanziario netto della Target al 31 dicembre 2025, assunto pari a Euro 187,4 milioni.

Teleborsa: distribution and commercial use strictly prohibited

Ai fini della presente Relazione, il metodo DCF-GGM è stato applicato costruendo un flusso di cassa operativo, ossia al netto degli assorbimenti indotti dagli investimenti e dal capitale circolante, normalizzato sulla base dei dati storici e nella configurazione unlevered, ossia prima del servizio del debito.

4. Conclusioni

Tenuto conto delle finalità dell'Incarico riportate nel paragrafo 1.2, delle ipotesi e limitazioni di cui al paragrafo 1.6, nonché dei risultati ottenuti mediante l'applicazione delle metodologie valutative descritte nella presente Relazione, si ritiene di poter concludere che, alla data della presente Relazione e sulla base della situazione patrimoniale-finanziaria consolidata del TFI al 31 dicembre 2025, nonché delle informazioni finanziarie disponibili al 30 giugno 2026, il valore equo di Trevi oggetto di potenziale conferimento in natura non è inferiore complessivamente ad Euro 369,5 milioni e corrisponde ad una valorizzazione per azione pari a circa Euro 5,634 (cinque/634).

Milano lì, 14 ottobre 2026

RSM Società di Revisione e
Organizzazione Contabile S.p.A.

Luca D'Ambrosio
(Socio – Revisore Legale)

Firmato digitalmente da:
LUCA D'AMBROSIO
Firmato il 14/10/2026 17:52
Seriale Certificato: 7983474564020314053
Valido dal 07/01/2026 al 06/01/2029
UANATACA Qualified eIDAS CA 2020