



IMPOSTA DI BOLLO ASSOLTA IN MODO
VIRTUALE: AUTORIZZAZIONE DELL'AGENZIA
DELL'ENTRATE UFFICIO DI TORINO 1 n.
12/2003 del 10 Giugno 2003
Dot. A. GANELLI



Adventure S.p.A.

Assistenza finanziaria per la
valutazione del 100% di Primo
Network Srl



ALLEGATO A AL NUMERO 38979 DI FASCICOLO



Disclaimer (1/2)

Adventure S.p.A. (di seguito “**Adventure**”, o la “**Società**”) ha conferito a EnVent Italia SIM S.p.A. (“**EnVent**”) un incarico per la valutazione del 100% (la “**Valutazione**”) di Primo Network S.r.l. (“**Primo Network**” o la “**Target**”).

EnVent dichiara di qualificarsi come indipendente, in assenza di:

- i. conflitti di interessi e profili di correlazione rispetto alla Società (come *infra* definita), non essendo stata coinvolta in alcun modo nella strutturazione dell’operazione di acquisizione di Primo Network (“**Operazione**”), nella determinazione del Corrispettivo o di alcun altro aspetto relativo all’Operazione (come *infra* definita)
- ii. partecipazioni nel capitale sociale della Società, della Target e delle relative società controllate
- iii. relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie – attuali e/o intrattenute negli ultimi tre anni – rilevanti con la Target e le società da esse partecipate, nonché con i componenti degli organi di amministrazione e controllo di tali entità, tali da pregiudicarne l’indipendenza.

Limiti dell’incarico (1/2)

La Valutazione ed il presente documento sono redatti secondo i termini definiti nella lettera di incarico del 22 novembre 2024 (“**Incarico**”), che si intende qui espressamente ed integralmente richiamata, e che non prevedono:

- i. lo svolgimento di procedure di revisione come definite dai Principi di Revisione, l’esame del sistema dei controlli interni o l’esecuzione di altre procedure di verifica;
- ii. l’effettuazione di alcuna attività di due diligence sui dati e sulle informazioni fornite (come riportate nel paragrafo relativo alla documentazione utilizzata), di assistenza e/o consulenza di natura strategica, legale, fiscale, contabile o industriale ovvero su altre materie specialistiche;
- iii. L’analisi dei razionali sottostanti l’Operazione né della struttura dell’Operazione proposta.

Il presente documento deve intendersi come confidenziale ed è indirizzato e destinato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione per la finalità per il quale è stato richiesto, come sopra richiamato, e quindi non potrà essere pubblicato, divulgato a terzi od utilizzato per scopi diversi da quello per cui è redatto salvo preventivo consenso scritto di EnVent ovvero ove ciò sia richiesto da leggi, regolamenti o richieste specifiche di autorità competenti

ENVENT ITALIA SIM S.p.A.
Sede in Via Garibaldi, 10 - 00187 Roma (RM)
P.IVA 09508001000 - C.F. 09508001000
R.G. 09508001000 - R.G. 09508001000

Disclaimer (2/2)



Limiti dell'incarico (2/2)

Le conclusioni della Valutazione e del presente documento non costituiscono raccomandazione, sollecitazione o suggerimento circa l'opportunità di conclusione dell'Operazione, né un'indicazione circa il prezzo al quale perfezionare la stessa. EnVent, pertanto, non potrà essere in alcun modo ritenuta responsabile per qualsiasi costo, perdita o danno derivante da un errato utilizzo dei risultati di seguito esposti. Le medesime conclusioni sono indicazione di un intervallo specifico di valore intrinseco e sinergico della Target e non del prezzo a cui sarebbe opportuno concludere l'eventuale Operazione.

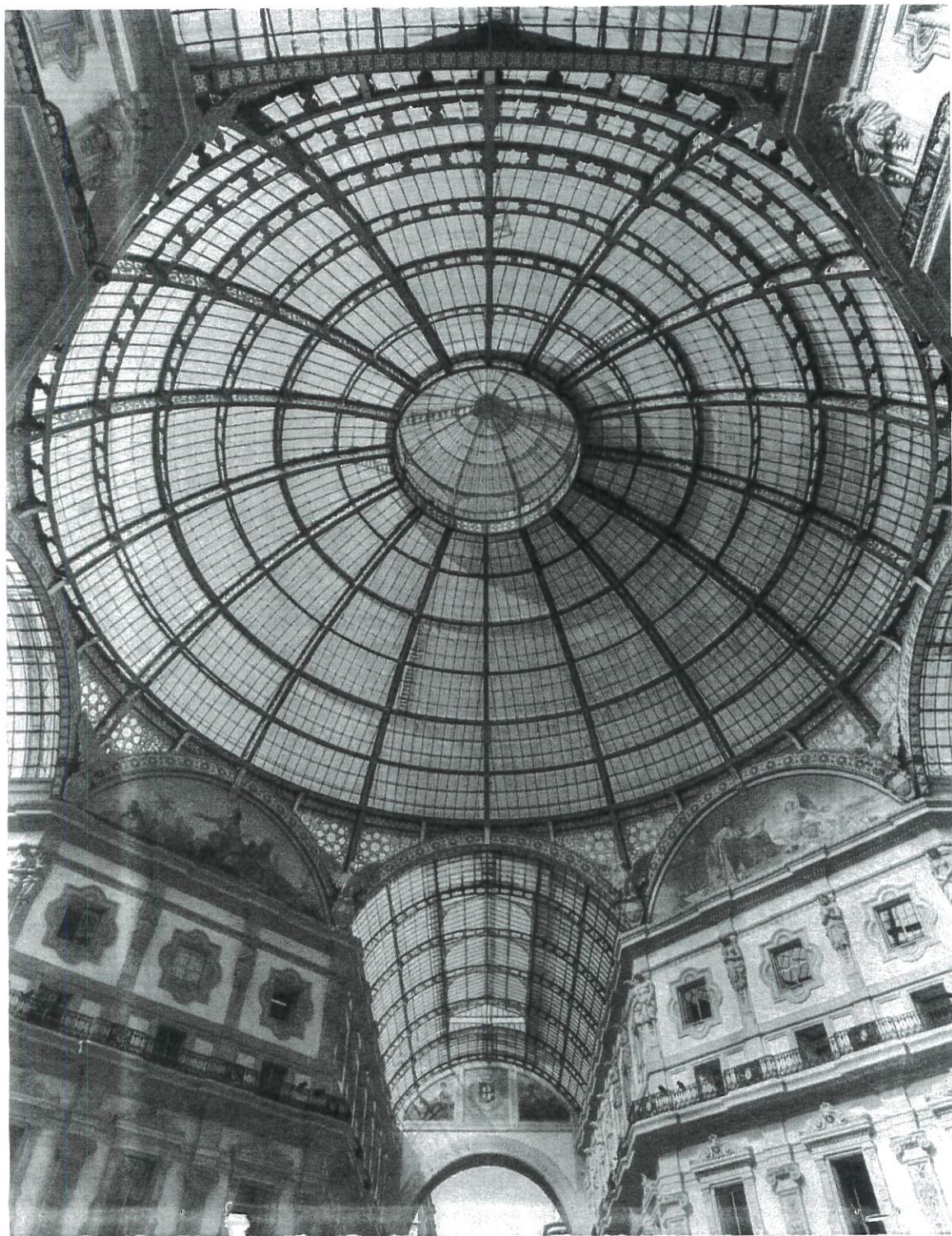
Ai fini della predisposizione del presente documento, EnVent ha assunto che l'Operazione sarà realizzata in conformità con i termini e le condizioni di cui alla documentazione ricevuta senza modifiche di alcun termine sostanziale delle stesse. È stato assunto altresì che eventuali approvazioni o autorizzazioni governative, regolamentari o di altro tipo, necessarie ai fini del completamento dell'Operazione, saranno ottenute senza che vi sia alcuna riduzione dei profitti relativi all'Operazione per i soci della Società, ovvero senza che vi sia alcun effetto negativo per l'Operazione.

La Valutazione è basata sulle condizioni economiche, di mercato e di altro tipo e sul complesso delle informazioni, fatti ed eventi, per quanto noti e conoscibili, disponibili fino a data prossima a quella del suo rilascio. Nell'ambito delle analisi valutative condotte sono stati utilizzati dati economico-finanziari previsionali che riflettono le strategie future della proprietà e del management della Target e di Adventure - sotto il profilo industriale, normativo e finanziario - e che, per loro natura, presentano elementi di incertezza e soggettività e dipendono dall'effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle previsioni. EnVent ha fatto pieno affidamento sulla veridicità, completezza ed accuratezza di tali proiezioni e non si assume alcuna responsabilità od obbligazione né esprime alcun punto di vista in relazione ad alcuna di tali previsioni né per quantità né per tempistiche di realizzo ovvero in merito alle assunzioni sulle quali si fondano. È stato inoltre assunto che la valutazione delle attività e delle passività e le previsioni effettuate dal Management di Primo Network siano congrue e ragionevoli. Non sono state sottoposte ad analisi, valutazioni o stime indipendenti le attività e passività (potenziali e non) della Società ovvero non sono state condotte analisi, valutazioni o stime indipendenti in merito alla solidità finanziaria o alla solvibilità della Target né della effettiva capacità di Adventure di poter sostenere l'Operazione e non è stata da noi fornita alcuna valutazione o stima a tal riguardo. Per quanto concerne le previsioni e le proiezioni finanziarie utilizzate nelle nostre analisi, con il consenso di Adventure, EnVent ha assunto che esse siano state predisposte dal Management della Target e di Adventure ragionevolmente sulla base delle più accurate stime ed opinioni ad oggi disponibili concernenti le performance future e la situazione finanziaria futura della Target e che si realizzeranno nelle quantità e nei tempi ivi previsti.

EnVent, in coerenza con l'Incarico, non assume alcun obbligo di aggiornare, rivedere o confermare la Valutazione in relazione a fatti o eventi che dovessero emergere dopo la data di sua emissione.

EnVent agisce in qualità di consulente finanziario di Adventure in relazione all'Operazione e riceverà una commissione per i suoi servizi che sarà versata al momento della consegna del presente Documento. EnVent, anche con la controllante EnVent Capital Markets Ltd., non esclude in futuro di fornire servizi di consulenza finanziaria alla Società o all'Offerente per i quali potranno essere corrisposte le commissioni di rito.





01 **Contesto di riferimento**

02 Metodologie applicate

03 Risultati della valutazione

04 Annex

h

Contesto di riferimento

Incarico

A seguito della quotazione sul mercato Euronext Growth Milan ("EGM") di Borsa Italiana, Adventure ha in essere una strategia di crescita per linee esterne che ha portato all'individuazione di una serie di potenziali target. Tra le opportunità selezionate è stata individuata la Primo Network S.r.l., un mediatore creditizio costituito ai sensi del diritto italiano, con sede legale in via Vandalino, 49, iscritta nel Registro delle Imprese di Torino al n. 08154920014, avente un capitale sociale pari a Euro 228.000,00 (duecentoventottomila/00), iscritta nell'Elenco degli Agenti in attività finanziaria e dei Mediatori creditizi al n. M94, che svolge attività di mediazione creditizia, ai sensi e per gli effetti di cui al Titolo VI bis del Decreto Legislativo n. 385 del 1° settembre 1993, e successive modifiche e integrazioni.

Adventure ha conferito a EnVent Italia Sim l'incarico di supportare il Consiglio di Amministrazione per la stima del valore del 100% di Primo Network. L'incarico prevede la determinazione del valore intrinseco della Target, inteso come il valore oggettivo dell'azienda in condizioni di mercato "normali", senza influenze derivanti da fattori soggettivi o negoziazioni particolari. Il valore intrinseco è calcolato attraverso un'analisi indipendente, basata esclusivamente sui fondamentali dell'azienda, come la redditività, la solidità patrimoniale, la stabilità operativa e la posizione di mercato, escludendo eventuali eventi straordinari o circostanze non ricorrenti. A completamento delle analisi di valutazione ed in considerazione del contesto dell'operazione di acquisizione in corso, è stato calcolato anche il valore sinergico della Target, ovvero il valore aggiuntivo generato dall'acquisizione o fusione, derivante dai benefici economici, operativi e strategici che si prevede possano essere ottenuti dalla combinazione delle attività tra l'acquirente e l'acquisito. Il Valore Intrinseco ed il Valore Sinergico di Primo Network saranno alla base delle considerazioni del Consiglio di Amministrazione e degli organi di controllo di Adventure nell'ambito delle delibere necessarie per l'eventuale perfezionamento dell'operazione di acquisizione di Primo Network..

Nell'ambito dell'incarico, Adventure ha comunicato a EnVent la struttura dell'operazione, che prevede il pagamento da parte di Adventure di un corrispettivo (il "Prezzo") pari a Euro 4.662.000.

IMPOSTA DI BOLLO ASSOLTA IN MODO
VIRTUALE. AUTORIZZAZIONE DELL'AGENZIA
DELL'ENTRATE UFFICIO DI TORINO 1 n.
12/2003 del 10 Giugno 2003
Dot. A. GANELLI



Per l'emissione della presente relazione di valutazione, EnVent ha esaminato la seguente documentazione fornita dal management di Adventure o da fonti pubbliche:

- Bilancio di esercizio di Primo Network per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2023 e bilancio semestrale di verifica al 30 giugno 2024
- Business Plan 2024 – 2028 Stand alone ("**BP 2024 – 2028 – SA**") fornito dal management di Adventure Spa
- Business Plan 2024 – 2028 Post Money ("**BP 2024 – 2028 – Post**") fornito dal management di Adventure Spa
- Dati di mercato tratti dai database Bloomberg e S&P Capital IQ (ad es. tassi risk free, prezzi azionari e dati dei comparables di Primo Network) e da fonti specializzate, aggiornati al 1 dicembre 2024
- Il "Contratto di compravendita di quota rappresentativa dell'intero capitale sociale di Primo Network Srl" fornito dal management di Adventure Spa

Inoltre, EnVent ha svolto incontri, conference call e scambi di email con il Management di Adventure ed i suoi consulenti ai fini dell'ottenimento di ulteriori dati ed informazioni utili e di una più approfondita comprensione degli elementi informativi ricevuti.





[Handwritten signature]

01 Contesto di riferimento

02 Metodologie applicate

03 Risultati della valutazione

04 Annex

[Handwritten signature]



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

Le analisi e le valutazioni fin qui effettuate, come capita tipicamente nella prassi, risentono dei limiti intrinseci e delle peculiarità dei metodi di valutazione applicati, dipendenti essenzialmente dalla parziale soggettività di alcune scelte applicative e dalla variabilità insita in alcuni parametri valutativi. Inoltre, nello svolgimento dell'incarico EnVent ha identificato delle possibili criticità che potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle analisi e sulle valutazioni.

Limiti dell'analisi

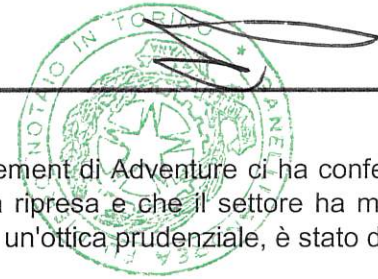
- EnVent non ha fornito alcuna prestazione consulenziale di natura legale, contabile, fiscale o industriale e non ha svolto alcuna procedura di *due diligence* sui dati e sulle informazioni fornite, come riportate nel paragrafo relativo alla documentazione utilizzata.
- La presente Valutazione è riferita alla data del 30 giugno 2024 e dunque ogni cambiamento nella situazione aziendale o di mercato successivi a tale data, per i quali non ci assumiamo responsabilità, potrebbero condurre a considerazioni diverse da quelle qui espresse. Le condizioni del nostro incarico non prevedono alcun aggiornamento delle nostre analisi rispetto alla data del presente documento.
- Nella redazione di questa valutazione sono stati utilizzati dati finanziari previsionali che EnVent ha assunto siano stati formulati secondo ragionevolezza e sulla base delle migliori previsioni prefigurabili alla data del 17 dicembre 2024; EnVent ha fatto pieno affidamento sulla veridicità, completezza ed accuratezza di tali proiezioni. Tali dati previsionali sono, per loro natura, aleatori e incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macroeconomiche e/o esogene all'azienda, nonché presentano elementi di soggettività poiché basati su un insieme di assunzioni relative ad eventi futuri e ad interventi gestionali sia del Management di Primo Network sia di quello di Adventure (sotto il profilo industriale, normativo e finanziario) che sono sottoposti a livelli variabili di incertezza; inoltre, non considerano la possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.). L'aleatorietà connessa alla effettiva realizzazione delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate nella formulazione delle stesse e di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, potrebbe comportare degli scostamenti tra i valori consuntivi e i valori preventivati altresì significativi, anche qualora gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni alla base dei dati previsionali si manifestassero, con conseguenze sui risultati emersi dalle analisi di questa valutazione. Ciò pare significativo, nel caso di specie, anche alla luce dell'attuale complesso quadro geopolitico e macroeconomico, i cui effetti potrebbero avere un impatto sulla Target e su cui EnVent non esprime alcun parere.
- EnVent ha assunto che la valutazione delle attività e delle passività effettuate dal management della Target e da Adventure siano congrue e ragionevoli. Non sono state sottoposte ad analisi, valutazioni o stime indipendenti le attività e passività (potenziali e non) della Target ovvero non sono state condotte analisi, valutazioni o stime indipendenti in merito alla solidità finanziaria o alla solvibilità della Target e non è stata da noi fornita alcuna valutazione o stima a tal riguardo.
- EnVent ha deciso di non utilizzare le previsioni per gli anni 2027 e 2028, in quanto stime troppo distanti nel tempo e quindi incerte. Per evitare di basare la valutazione su assunzioni poco affidabili, si è preferito mantenere una proiezione più allineata ai dati storici dell'azienda, evitando di discostarsi troppo dalla realtà consolidata.



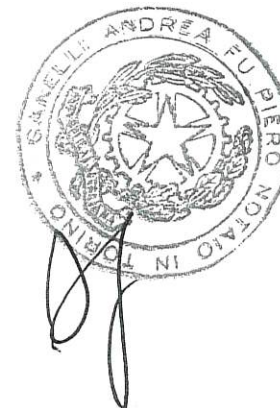
Metodologie applicate

Limitazioni e criticità delle analisi e della valutazione (2/3)

- Nel primo semestre del 2024 la marginalità di Primo Network è stata negativa, ma già nel secondo semestre il management di Adventure ci ha confermato che si è registrata una ripresa. Considerato che i dati sono risultati positivi, che il management di Adventure ha confermato la ripresa e che il settore ha mostrato tassi di crescita significativi, è stata ritenuta ragionevole la crescita delle marginalità per gli anni successivi del piano. Tuttavia, in un'ottica prudenziale, è stato deciso di ridurre la marginalità in perpetuity per allinearla in coerenza ai dati storici della società
- Le marginalità previste nel Business Plan 2024–2028 – Post risultano ampiamente superiori rispetto alle medie di settore. Nonostante ciò, EnVent ha ritenuto di adottare le stime fornite dalla Società senza applicare rettifiche, valutandole coerenti con le ipotesi del piano. Tuttavia, è stata applicata una normalizzazione della marginalità in perpetuity a scopo prudenziale.



Handwritten signature



IMPOSTA DI BOLLO ASSOLTA IN MODO
VIRTUALE. AUTORIZZAZIONE DELL'AGENZIA
DELL'ENTRATE UFFICIO DI TORINO 1 n.
12/2003 del 10 Giugno 2003
Dott. A. GANELLI

Criticità della valutazione

- Per quanto concerne le previsioni e le Proiezioni Finanziarie utilizzate nelle analisi, con il consenso di Adventure EnVent ha assunto che esse siano state predisposte dal Management della Target e di Adventure ragionevolmente sulla base delle più accurate stime ed opinioni ad oggi disponibili concernenti le performance e la situazione finanziaria futura della Target, e che tali previsioni e Proiezioni Finanziarie si realizzeranno nelle quantità e nei tempi ivi previsti. EnVent non assume alcuna responsabilità od obbligazione né esprime alcun punto di vista in relazione ad alcuna di tali previsioni o proiezioni ovvero in merito alle assunzioni sulle quali si fondano.
- L'applicazione del Metodo del Discounted Cash Flow richiede l'utilizzo di dati relativi a quotazioni e parametri di mercato (quali tassi, beta, tasso di crescita g, ecc.) che sono soggetti a fluttuazioni, anche significative, a causa della volatilità dei mercati, con conseguenze sui risultati della valutazione.
- Ai fini della stima del tasso di sconto e per l'applicazione del metodo dei multipli di mercato, EnVent ha individuato un campione di società comparabili, la cui applicazione in ambito valutativo si fonda sull'ipotesi di affinità tra la società oggetto di valutazione e il panel di società selezionate per il campione di confronto. La significatività dei risultati è infatti strettamente dipendente dalla confrontabilità del campione.
- La volatilità registrata nell'andamento delle principali variabili macroeconomiche e nel mercato creditizio, delle materie prime e finanziario e l'andamento inflattivo e le conseguenti politiche delle banche centrali, sono altri fenomeni che possono influenzare i mercati e EnVent non esprime alcun parere sugli effetti che tale contesto potrebbe avere per la Società e/o per l'Operazione.
- Il secondo semestre del 2024, come riportato nel Business Plan 2024–2028 – Stand Alone, mostra un andamento anomalo del Capitale Circolante Netto, dovuto principalmente a un incremento significativo dei debiti commerciali. Tuttavia EnVent ha preso atto di questi dati senza apportare modifiche, ritenendo che riflettano la situazione prospettata dalla Società.





Il metodo di valutazione è stato identificato tra quelli di generale accettazione e tenendo conto, oltre che delle informazioni disponibili, del settore di riferimento in cui opera Primo Network, delle caratteristiche specifiche della società e della prassi valutativa di generale adozione negli standard nazionali e internazionali. Al fine dell'espletamento dell'incarico è stata utilizzata solamente la seguente metodologia:

- o Metodo del Discounted Cash Flow ("DCF") – Metodologia Principale

Il criterio DCF esprime una "prospettiva interna" della Società, connessa alla capacità di generare stabilmente flussi di cassa. Il metodo dei multipli è stato utilizzato esclusivamente come strumento di controllo. Questo approccio fornisce una "prospettiva esterna", riflettendo l'appetibilità della Società in relazione ai prezzi di mercato di aziende comparabili.

La data di riferimento delle valutazioni è il 30 giugno 2024. I parametri di mercato utilizzati nel metodo del DCF ed i multipli di mercato sono stati aggiornati alla data del 1 dicembre 2024. EnVent ha condotto le proprie analisi valutative in una logica c.d. "as is" e "stand alone", ovvero assumendo che la Società continui nelle condizioni correnti ed in autonomia il suo percorso di sviluppo. Le valutazioni sono state condotte in ottica di *going concern*.

Per il Bridge to Equity (passaggio da Enterprise Value a Equity Value), EnVent ha utilizzato i dati rilevanti al 30 giugno 2024, come comunicato dalla Società, che mostrano una posizione finanziaria netta (debito) di Euro 0,04 milioni. A questo importo è stato aggiunto, secondo le *best practice* internazionali nelle operazioni di M&A, il TFR pari a Euro 0,5 milioni; inoltre, è stata effettuata una ulteriore correzione di Euro 0,07 milioni, per considerare il costo di acquisto della partecipazione in Accredita Srl (Euro 0,03 milioni) e il riacquisto dei software inerenti all'attività di coordinamento amministrativo e gestionale in seguito all'operazione di acquisizione della Target (Euro 0,04 milioni).



Per la valutazione si è scelta come metodologia principale il Discounted Cash Flow poiché i flussi di cassa, a differenza di misure alternative di performance, esprimono l'ammontare monetario della ricchezza effettivamente generabile dalla Target in futuro, distinguendo fra la porzione disponibile per i finanziatori e quella disponibile per gli azionisti. Il metodo del DCF, basato su un modello finanziario che riproduce con approssimazione adeguata le dinamiche reddituali e finanziarie, pone enfasi sulla capacità prospettica di generare flussi di cassa nel medio-lungo termine, tenendo conto di investimenti in capitale circolante e in beni strumentali ed è pertanto più realistico di altri metodi in quanto presenta in modo analitico gli indicatori di performance dell'azienda e i fattori di mercato che hanno influenza sul valore.

L'applicazione del metodo del DCF comporta innanzitutto la stima del valore delle attività operative in funzionamento in un ambiente competitivo (**Enterprise Value**, o **EV**), mediante l'attualizzazione, a un tasso rappresentativo del costo medio ponderato del capitale (**Weighted Average Cost of Capital**, **WACC**), della somma algebrica dei flussi di cassa operativi annui disponibili attesi (**Free cash flow from operations**, **FCFO**) in un orizzonte temporale di proiezione esplicita, a cui si aggiunge il cosiddetto **Terminal Value**, il valore presumibile dell'azienda in continuità successivamente all'ultimo anno di proiezione esplicita, calcolato sulla base di un FCFO terminale normalizzato.

$$EV = \sum_{i=1}^n \frac{FCFF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

$$TV = \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g)}$$

Il valore disponibile per gli azionisti (**Equity Value**) è ottenuto sommando algebricamente all'Enterprise Value il valore della posizione finanziaria netta, ovvero sottraendo il valore dell'indebitamento verso finanziatori al netto della liquidità o sommando la liquidità disponibile al netto dei debiti finanziari. Eventuali beni e/o rami d'azienda non attinenti all'attività caratteristica possono essere aggiunti come **surplus assets**.





Principali assumption tratte dal BP 2024 – 2028 – Stand Alone:

- **Ricavi:** oltre Euro 8m nel 2026, 19% CAGR 2023-26E
- **EBITDA:** marginalità in crescita, attesa oltre il 12% nel 2026E
- **Working capital:** atteso al 5,7% nel 2024E e attorno al 2% dei ricavi nei restanti anni di previsione
- **Investimenti in immobilizzazioni:** sono attesi al 4,5% nel 2024E e attorno al 3% nei restanti anni di piano

Principali assumption del DCF

EnVent ha stimato il **Terminal Value** in autonomia rispetto al Business Plan assumendo per il flusso di *perpetuity*:

- **Ricavi:** fatturato dell'ultimo periodo di previsione esplicita maggiorato con un tasso di crescita del 2% per normalizzare il reddito nel lungo periodo
- **Marginalità:** 10,4%, in linea con la media del periodo 2024-26E
- **Investimenti:** 3% dei ricavi, in linea con l'ultimo anno di piano
- **Working capital:** 0,7%, coerente con l'ultimo periodo di previsione esplicita e con la crescita del fatturato

IMPOSTA DI BOLLO ASSOLTA IN MODO
 VIRTUALE. AUTORIZZAZIONE DELL'AGENZIA
 DELL'ENTRATE UFFICIO DI TORINO 1 n.
 122003 del 10 Giugno 2003
 Dott. A. GANELLI

Il **WACC** è stato calcolato da EnVent tramite il **Capital Asset Pricing Model**, ossia:

$$WACC = K_e * E/(D+E) + K_d * D/(D+E) * (1-t)$$

Le componenti riportate nella tabella a destra sono basate su:

- **Tasso Risk Free e Market Return:** media dei dati sul Country Risk Premium dal 2 settembre 2024 al 2 dicembre 2024 riferiti all'Italia
- **Beta:** mediana dei dati a 2 anni dei Beta Re-Levered dei peers di Primo Network. EnVent ha considerato i dati a 2 anni in quanto più coerenti con l'orizzonte considerato nella valutazione.
- **Tasso di crescita in perpetuo g:** 2%, in linea con le previsioni macroeconomiche di lungo periodo per il contesto economico in cui opera la Società, caratterizzato da una crescita moderata e sostenibile



| Cost of Equity | |
|-------------------------------|---------------|
| Rf = Risk Free rate | 3,06% |
| Rm = Market Return | 11,05% |
| (Rm-Rf) = Market Risk Premium | 7,99% |
| Beta Unlevered | 0,95 |
| Beta Relevered | 1,10 |
| Beta*(Rm-Rf) = Risk premium | 8,78% |
| Ke = Cost of Equity | 11,85% |
| Kd = Cost of Debt | 5,00% |
| After-tax Kd | 3,65% |
| Target D/(D+E) | 20,0% |
| D/E | 25,0% |
| WACC | 10,21% |

Source: Bloomberg, latest update: 01/12/2024

Metodologie applicate

Discounted cash Flow (3/5) - Stand Alone

| Discounted Cash Flows | | | | | |
|--|--------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| €m | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | Perpetuity |
| Revenues | 4,87 | 5,55 | 6,74 | 8,22 | 8,38 |
| EBITDA | (0,37) | 0,14 | 0,56 | 1,03 | 0,87 |
| Margin | -7,7% | 2,5% | 8,3% | 12,6% | 10,4% |
| EBIT | (0,41) | 0,05 | 0,44 | 0,91 | 0,62 |
| Margin | -8,4% | 0,9% | 6,5% | 11,1% | 7,4% |
| Taxes | 0,11 | (0,01) | (0,12) | (0,25) | (0,17) |
| NOPAT | (0,29) | 0,04 | 0,31 | 0,66 | 0,45 |
| D&A | | 0,09 | 0,12 | 0,12 | 0,26 |
| Provisions | | 0,03 | 0,04 | 0,04 | 0,04 |
| Cash flow from operations | | 0,16 | 0,47 | 0,82 | 0,74 |
| Net Working Capital | | 0,16 | (0,05) | (0,06) | (0,06) |
| Other assets and liabilities | | (0,12) | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Capex | | (0,3) | (0,3) | (0,3) | (0,26) |
| Unlevered free cash flow | | (0,04) | 0,17 | 0,51 | 0,43 |
| - H1 free cash flow | | 0,19 | | | |
| Unlevered free cash flow to be discounted | | 0,14 | 0,17 | 0,51 | 0,43 |
| Terminal Value | | | | | 5,29 |
| €m | | 2024E | 2025E | 2026E | Perpetuity |
| Discounted Cash Flows | | 0,14 | 0,15 | 0,40 | |
| Discounted TV | | | | | 4,15 |
| Enterprise Value | | | | | 4,84 |
| Net Debt (Cash) | | | | | 0,55 |
| Acquisto Software + Partecipazione Accredita Srl | | | | | 0,07 |
| Equity Value | | | | | 4,21 |

Stima Equity value (in mil. di Euro)

Per il Bridge to Equity, il valore della posizione finanziaria netta è stato assunto al 30 giugno 2024, corretto come descritto in precedenza. Il flusso di cassa atteso nel primo anno di previsione esplicita è stato corretto per la cassa assorbita o generata nel semestre già trascorso.

Sono state effettuate analisi di sensibilità su:

- **WACC**, prendendo in considerazione variazioni in aumento e in diminuzione entro lo 0,25%
- **Tasso di crescita in perpetuo g**, prendendo in considerazione variazioni in aumento e in diminuzione entro lo 0,25%

Sulla base delle analisi di sensitività sviluppate, l'Equity Value di Primo Network stimato con il metodo del DCF è compreso tra Euro 3,9m ed Euro 4,5m.

| | | Equity Value (€m) | | | | | |
|---|------|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| | | WACC | | | | | |
| | | 4,2 | 9,7% | 10,0% | 10,2% | 10,5% | 10,7% |
| g | 1,5% | 4,2 | 4,1 | 3,9 | 3,8 | 3,7 | |
| | 1,8% | 4,4 | 4,2 | 4,1 | 3,9 | 3,8 | |
| | 2,0% | 4,5 | 4,4 | 4,2 | 4,1 | 3,9 | |
| | 2,3% | 4,7 | 4,5 | 4,4 | 4,2 | 4,1 | |
| | 2,5% | 4,9 | 4,7 | 4,5 | 4,4 | 4,2 | |
| | 2,5% | 4,9 | 4,7 | 4,5 | 4,4 | 4,2 | |

Metodologie applicate

Discounted cash Flow (4/5) – Sinergico

Principali assumption tratte dal BP 2024 – 2028 – Post :

- **Ricavi:** Oltre Euro 8,5m nel 2026, 22% CAGR 2023-26E
- **EBITDA:** marginalità in crescita, attesa al 19% nel 2026E
- **Working capital:** atteso al 0,2% dei ricavi al 2026E
- **Investimenti in immobilizzazioni:** sono attesi al 4,5% nel 2024E e attorno ad una media del 6,5% nei restanti anni di piano

Principali assumption del DCF

EnVent ha stimato il **Terminal Value** in autonomia rispetto al BP assumendo per il flusso di *perpetuity*:

- **Ricavi:** fatturato dell'ultimo periodo di previsione esplicita maggiorato con un tasso di crescita del 2% per normalizzare il reddito nel lungo periodo
- **Marginalità:** 15% coerente con un valore normalizzato dei tre anni di piano
- **Investimenti:** 5,8% dei ricavi, in linea con la media dei tre anni di piano
- **Working capital:** 0,7%, coerente con l'ultimo periodo di previsione esplicita e con la crescita del fatturato

Il **WACC** è stato calcolato da EnVent tramite il **Capital Asset Pricing Model**, ossia:

$$WACC = Ke * E/(D+E) + Kd * D/(D+E) * (1-t)$$

Le componenti riportate nella tabella a destra sono basate su:

- **Tasso Risk Free e Market Return:** media dei dati sul Country Risk Premium dal 2 settembre 2024 al 2 dicembre 2024 riferiti all'Italia
- **Beta:** mediana dei dati a 2 anni dei Beta Re-Levered dei peers di Primo Network. EnVent ha considerato i dati a 2 anni in quanto più coerenti con l'orizzonte considerato nella valutazione.
- **Tasso di crescita in perpetuo g:** 2%, in linea con le previsioni macroeconomiche di lungo periodo per il contesto economico in cui opera la Società, caratterizzato da una crescita moderata e sostenibile



Handwritten signature in black ink.

| Cost of Equity | |
|-------------------------------|---------------|
| Rf = Risk Free rate | 3,06% |
| Rm = Market Return | 11,05% |
| (Rm-Rf) = Market Risk Premium | 7,99% |
| Beta Unlevered | 0,95 |
| Beta Relevered | 1,10 |
| Beta*(Rm-Rf) = Risk premium | 8,78% |
| Ke = Cost of Equity | 11,85% |
| Kd = Cost of Debt | 5,00% |
| After-tax Kd | 3,65% |
| Target D/(D+E) | 20,0% |
| D/E | 25,0% |
| WACC | 10,21% |

Source: Bloomberg, latest update: 01/12/2024



Handwritten signature in black ink.

Metodologie applicate

Discounted cash Flow (5/5) – Sinergico

| Discounted Cash Flows | | | | | |
|--|--------|---------------|-------------|-------------|-------------|
| €m | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E | Perpetuity |
| Revenues | 4,87 | 5,55 | 6,87 | 8,86 | 9,03 |
| EBITDA | (0,37) | 0,14 | 1,15 | 1,68 | 1,35 |
| Margin | -7,7% | 2,5% | 16,7% | 19,0% | 15,0% |
| EBIT | (0,41) | 0,05 | 0,98 | 1,51 | 0,83 |
| Margin | -8,4% | 0,9% | 14,2% | 17,1% | 9,2% |
| Taxes | 0,11 | (0,01) | (0,27) | (0,42) | (0,23) |
| NOPAT | (0,29) | 0,04 | 0,70 | 1,09 | 0,60 |
| D&A | | 0,09 | 0,17 | 0,17 | 0,52 |
| Provisions | | 0,03 | 0,04 | 0,04 | 0,04 |
| Cash flow from operations | | 0,16 | 0,91 | 1,30 | 1,16 |
| Net Working Capital | | 0,16 | 0,15 | (0,02) | (0,06) |
| as a %age of sales | | 2,9% | 2,2% | -0,2% | -0,7% |
| Other assets and liabilities | | (0,12) | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Capex | | (0,3) | (0,5) | (0,5) | (0,52) |
| as a %age of sales | | -4,5% | -7,3% | -5,6% | -5,8% |
| Unlevered free cash flow | | (0,04) | 0,56 | 0,78 | 0,57 |
| - H1 free cash flow | | 0,19 | | | |
| Unlevered free cash flow to be discounted | | 0,14 | 0,56 | 0,78 | 0,57 |
| Terminal Value | | | | | 7,14 |
| €m | | 2024E | 2025E | 2026E | Perpetuity |
| Discounted Cash Flows | | 0,14 | 0,49 | 0,61 | |
| Discounted TV | | | | | 5,60 |
| Enterprise Value | | | | | 6,84 |
| Net Debt (Cash) | | | | | 0,55 |
| Acquisto Software + Partecipazione Accredita Srl | | | | | 0,07 |
| Equity Value | | | | | 6,21 |

Stima Equity value (in mil. di Euro)

Per il Bridge to Equity, il valore della posizione finanziaria netta è stato assunto al 30 giugno 2024, corretto come in precedenza. Il flusso di cassa atteso nel primo anno di previsione esplicita è stato corretto per la cassa assorbita o generata nel periodo già trascorso.

Sono state effettuate analisi di sensibilità su:

- **WACC**, prendendo in considerazione variazioni in aumento e in diminuzione entro lo 0,25%
- **Tasso di crescita in perpetuo g**, prendendo in considerazione variazioni in aumento e in diminuzione entro lo 0,25%

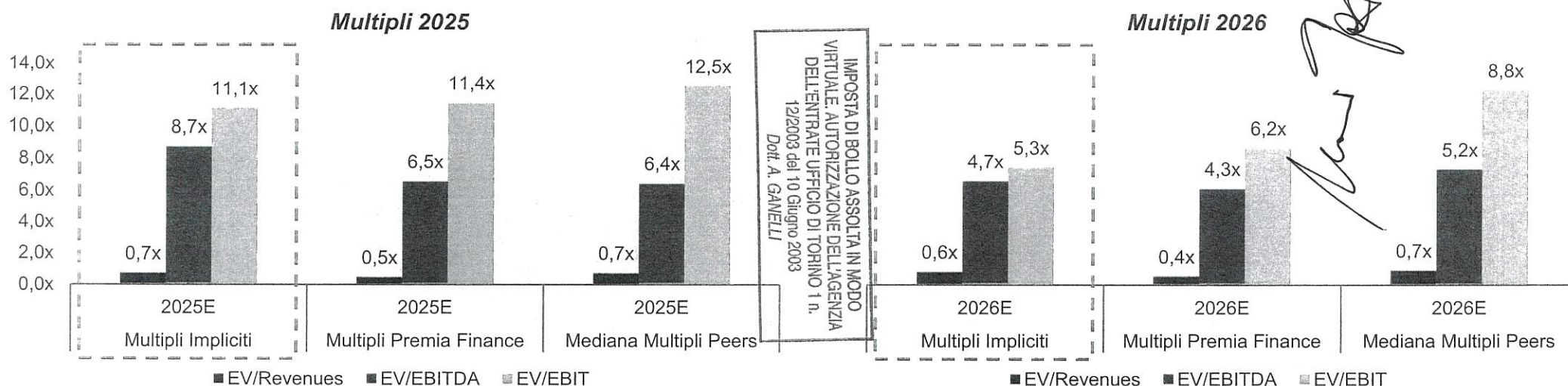
Sulla base delle analisi di sensitività sviluppate, l'Equity Value di Primo Network stimato con il metodo del DCF è compreso tra Euro 5,8m ed Euro 6,6m.

| | | Equity Value (€m) | | | | | |
|---|------|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| | | WACC | | | | | |
| | | 6,2 | 9,7% | 10,0% | 10,2% | 10,5% | 10,7% |
| g | 1,5% | 6,2 | 6,0 | 5,8 | 5,7 | 5,5 | |
| | 1,8% | 6,4 | 6,2 | 6,0 | 5,8 | 5,7 | |
| | 2,0% | 6,7 | 6,4 | 6,2 | 6,0 | 5,8 | |
| | 2,3% | 6,9 | 6,6 | 6,4 | 6,2 | 6,0 | |
| | 2,5% | 7,1 | 6,9 | 6,6 | 6,4 | 6,2 | |
| | 6,2 | | 6,2 | 6,0 | 5,8 | 5,7 | 5,5 |

Metodologie applicate

Multipli di mercato

Il metodo dei multipli di mercato è stato utilizzato esclusivamente come metodologia di controllo. Per l'analisi sono stati considerati gli stessi peers usati per la stima del tasso di sconto, confrontando tre tipologie di multipli. In primo luogo, sono stati analizzati i multipli impliciti derivanti dal metodo DCF, calcolati dividendo il valore d'impresa e il valore del capitale proprio per i Ricavi, l'EBITDA e l'EBIT. Questi multipli offrono un benchmark interno basato sui flussi di cassa attualizzati e sono utili per verificare la coerenza con gli altri metodi. Successivamente, particolare attenzione è stata posta sui multipli di Premio Finance, il peer più affine a Primo Network, poiché opera esclusivamente nel settore della mediazione creditizia. Infine, sono stati esaminati i multipli delle altre società del cluster. Poiché queste non operano esclusivamente nel settore della mediazione creditizia e presentano differenze significative in termini di modello di business e dimensioni, ai loro multipli è stato applicato uno sconto del 30% per tener conto dell'illiquidità e delle differenze dimensionali rispetto a Primo Network.



Per garantire una maggiore comparabilità, è stato deciso di confrontare i dati relativi agli anni 2025 e 2026, in quanto già normalizzati. Il multiplo Price/Earnings (P/E) è stato escluso dall'analisi poiché per il settore della mediazione creditizia non risulta sufficientemente rappresentativo del valore della target: questo multiplo, infatti, tende a essere influenzato da fattori non operativi, come la struttura del debito e la fiscalità, che nel caso specifico possono distorcere l'effettivo valore della società, rendendo i risultati meno accurati rispetto ad altri multipli più direttamente legati alla redditività operativa.



01 Contesto di riferimento

02 Metodologie applicate

03 Risultati della valutazione

04 Annex

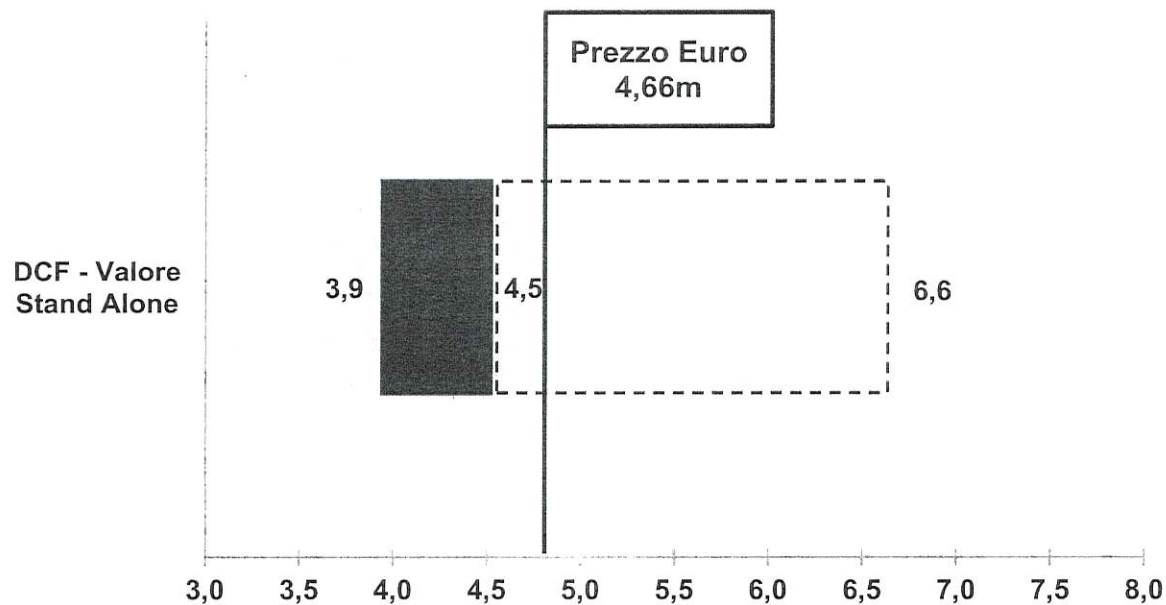
PI

Risultati della valutazione

Sintesi dei risultati

Nella sintesi dei risultati, il Valore Intrinseco della Target risulta in un range compreso tra Euro 3,9m ed Euro 4,5m, mentre il Valore Sinergico - ottenuto considerando le potenziali sinergie derivanti dall'integrazione con Adventure – è compreso in un range tra Euro 5,8m ed Euro 6,6m.

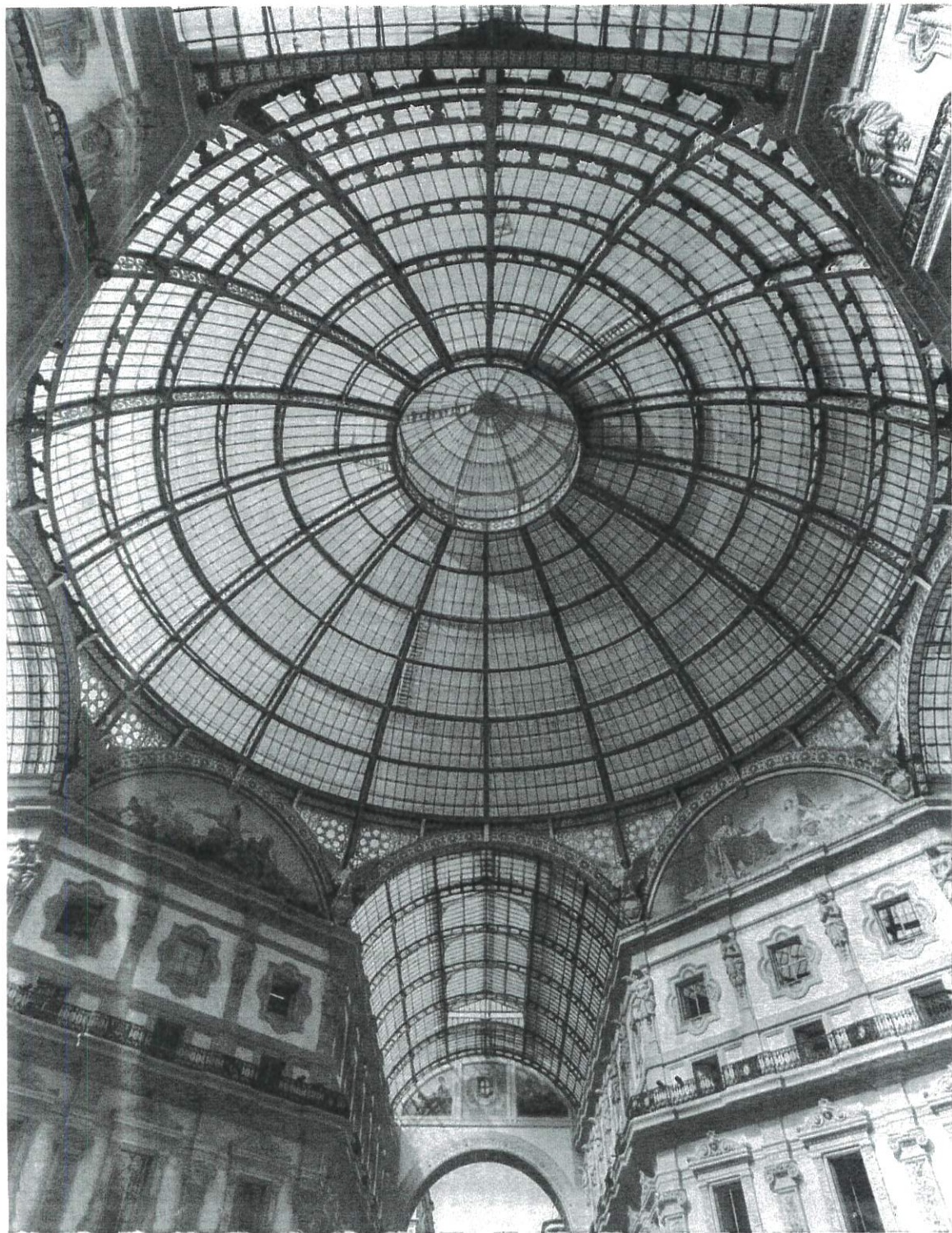
Il prezzo riconosciuto per l'acquisizione del 100% di Primo Network incorpora una parte del valore sinergico derivante dall'integrazione.



Handwritten signature

Handwritten signature





01 Executive summary

02 Market Landscape

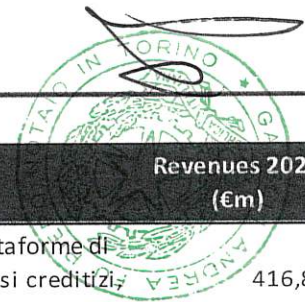
03 Business Model

04 Annex

PR

Peers

| Company | Company name | Country | Market | Business description | Revenues 2023 | EV/Revenues | | |
|----------------|-----------------------|----------------|---------|---|---------------|-------------|-------|-------|
| | | | | | (€m) | 2024E | 2025E | 2026E |
| Moltiply | Moltiply Group S.p.A. | Italy | EM STAR | Moltiply Group S.p.A., attraverso le sue filiali, gestisce piattaforme di comparazione e fornisce servizi di outsourcing per i processi creditizi, la gestione di asset e la gestione dei sinistri assicurativi in Italia | 416,87 | 3,96 | 3,58 | 3,39 |
| Premia Finance | Premia Finance S.p.A. | Italy | EGM | Premia Finance S.p.A. opera come società di mediazione creditizia in Italia | 5,38 | 0,5x | 0,5x | 0,4x |
| LendingTree | LendingTree, Inc. | United States | Nasdaq | LendingTree, Inc., attraverso la sua filiale, gestisce una piattaforma online per i consumatori negli Stati Uniti | 608,41 | 1,2x | 1,0x | 0,9x |
| Mony Group | MONY Group plc | United Kingdom | LSE | Mony Group Plc, insieme alle sue filiali, offre servizi di comparazione dei prezzi e di generazione di lead tramite i suoi siti web nel Regno Unito | 497,94 | 2,5x | 2,4x | 2,3x |
| Everquote | EverQuote, Inc. | United States | Nasdaq | EverQuote, Inc. gestisce un mercato online per la comparazione delle assicurazioni negli Stati Uniti | 260,48 | 1,2x | 1,0x | 0,9x |
| Selectquote | SelectQuote, Inc. | United States | NYSE | SelectQuote, Inc. gestisce una piattaforma tecnologica diretta al consumatore che vende polizze assicurative e servizi sanitari negli Stati Uniti | 918,61 | 0,9x | 0,8x | 0,7x |



Mani.

IMPOSTA DI BOLLO ASSOLTA IN MODO VIRTUALE. AUTORIZZAZIONE DELL'AGENZIA DELL'ENTRATE UFFICIO DI TORINO 1 n. 122003 del 10 Giugno 2003
Dott. A. GANELLI

Mani.

Multipli di Borsa

| Primo Network Comps | EV/REVENUES | | | EV/EBITDA | | | EV/EBIT | | | P/E | | |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E | 2024E | 2025E | 2026E |
| Multiply | 4,0x | 3,6x | 3,4x | 14,8x | 12,7x | 11,5x | 25,5x | 20,0x | 17,4x | 23,4x | 19,9x | 17,3x |
| Premia Finance | 0,5x | 0,5x | 0,4x | 7,5x | 6,5x | 4,3x | 14,7x | 11,4x | 6,2x | 34,8x | 27,0x | 12,1x |
| LendingTree | 1,2x | 1,0x | 0,9x | 10,8x | 8,5x | 7,1x | 29,5x | 16,7x | 12,2x | 16,5x | 10,5x | 6,8x |
| Mony Group | 2,5x | 2,4x | 2,2x | 7,8x | 7,4x | 6,9x | 8,7x | 8,1x | 7,5x | 11,4x | 10,7x | 10,0x |
| Everquote | 1,2x | 1,0x | 0,9x | 11,0x | 9,1x | 7,5x | 22,5x | 18,6x | 15,3x | 13,6x | 11,6x | 8,9x |
| Selectquote | 0,9x | 0,8x | 0,7x | 11,5x | 10,7x | 8,8x | 21,8x | 17,9x | 12,5x | na | na | na |
| Mean | 1,7x | 1,5x | 1,4x | 10,6x | 9,2x | 7,7x | 20,5x | 15,5x | 11,9x | 19,9x | 16,0x | 11,0x |
| Median | 1,2x | 1,0x | 0,9x | 10,9x | 8,8x | 7,3x | 22,1x | 17,3x | 12,4x | 16,5x | 11,6x | 10,0x |

Contacts

Our Offices



Via degli Omenoni 2
20121 – Milan
Tel. +39 02 22175979

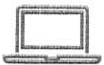


Via Barberini 95
00187 – Rome
Tel. +39 06 89684111

Our Contacts



info@envent.it



www.enventgroup.eu





**GANELLI
INSABELLA - VADALÀ
NOTAI ASSOCIATI**

C.so Galileo Ferraris, 73 - 10128 TORINO
Tel. 011.5061611 - Fax 011.5061655

REPERTORIO numero **60046**

IMPOSTA DI BOLLO ASSOLTA IN MODO
VIRTUALE. AUTORIZZAZIONE DELL'AGENZIA
DELL'ENTRATE UFFICIO DI TORINO 1 n.
12/2003 del 10 Giugno 2003
Dott. A. GANELLI

REPUBBLICA ITALIANA

= VERBALE DI ASSEVERAZIONE =

Il venti dicembre duemilaventiquattro.

(20-12-2024)

In Torino, nel mio studio al piano terra della casa di corso Galileo
Ferraris n. 73.

Avanti me dottor ANDREA GANELLI,

Notaio in Torino, iscritto al Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di
Torino e Pinerolo,

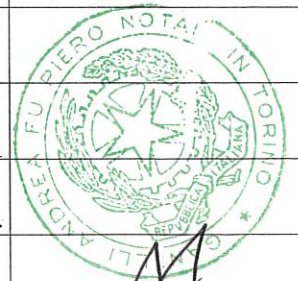
senza l'assistenza dei testimoni non essendone necessaria la presenza
a' sensi di legge;

è personalmente comparso il signor:

- VERNA Paolo nato a Roma il 20 aprile 1973, identificato a mezzo di
carta di identità numero CA78614NB rilasciata dal Comune di Roma
ed avente scadenza il 20 aprile 2032, domiciliato in Roma, via Barto-
lomeo Borghesi n. 15,

della cui identità personale io notaio sono certo, il quale mi presenta
la relazione di stima che precede, chiedendo di asseverarla con giu-
ramento.

Aderendo io notaio alla fattami richiesta, ammonisco a' sensi di legge
il comparente, il quale presta quindi il giuramento di rito ripetendo
la formula: "Giuro di aver bene e fedelmente proceduto alle opera-
zioni a me affidate e di non aver avuto altro scopo che quello di far
conoscere ai giudici la verità".



[Handwritten signature]

[Handwritten signature]

Richiesto io notaio ricevo questo atto da me redatto, in parte manoscritto da me notaio e in parte dattiloscritto da persona di mia fiducia

su pagine *due come*

da un foglio,

quale atto leggo al componente che approvandolo e confermandolo meco notaio lo sottoscrive.

Roberto Ferrero

[Handwritten signature]

