



**RELAZIONE ILLUSTRATIVA DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE
SUL VALORE DI LIQUIDAZIONE DELLE AZIONI DI FRIULCHEM S.P.A. IN
CASO DI RECESSO
AI SENSI DELL'ART. 2437-TER DEL CODICE CIVILE**

Signori Azionisti,

la presente relazione (la "**Relazione**") è stata redatta dal Consiglio di Amministrazione di Friulchem S.p.A. ("**Friulchem**" o la "**Società**") a seguito della deliberazione, assunta nel corso della seduta consiliare del 6 dicembre 2024, di sottoporre all'Assemblea ordinaria della Società la proposta di revoca dell'ammissione alla negoziazione su Euronext Growth Milan delle azioni emesse dalla Società in linea con quanto disposto dall'art. 41 del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan ("**Revoca**" o "**Delisting**") e illustra le valutazioni e le decisioni assunte dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, in ordine al valore di liquidazione delle azioni della Società ai sensi dell'art. 2437-ter del codice civile.

1. Premesse

La Revoca dalle negoziazioni sottoposta all'approvazione dell'Assemblea comporta, ai sensi dell'art. 12 dello Statuto sociale, la ricorrenza del diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 del codice civile. Pertanto, ove approvata, attribuisce agli azionisti che non concorrano all'assunzione della deliberazione il diritto di recesso ai sensi delle predette disposizioni.

Alla luce di quanto precede, il Consiglio di Amministrazione, in adempimento a quanto previsto dal combinato disposto dell'art. 12 dello statuto sociale della Società e dell'art. 2437-ter del codice civile, sentito il parere del Collegio Sindacale (allegato alla presente relazione sub **Allegato "A"**) e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti (allegato alla presente relazione sub **Allegato "B"**), ha proceduto a determinare il valore di liquidazione delle azioni della Società, oggetto della presente relazione.

Si rammenta che la Revoca è subordinata all'approvazione della proposta da parte dell'Assemblea ordinaria degli azionisti che dovrà avvenire, ai sensi dell'art. 41 del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan, da parte di non meno del 90% dei voti degli azionisti riuniti in Assemblea.

Si rammenta altresì che il diritto di recesso ai sensi dell'art. 12 dello statuto sociale è riconosciuto agli azionisti che non abbiano concorso all'assunzione della deliberazione di Revoca, intendendosi per tali pertanto gli azionisti assenti, astenuti o dissenzienti.

Per una descrizione più approfondita delle ragioni e delle motivazioni sottese alla proposta di Delisting e al procedimento di Delisting stesso, si rinvia alla relazione sulle materie poste all'ordine del giorno dell'assemblea in parte ordinaria di cui alla relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione pubblicata in pari data con la presente relazione.

2. Criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni

Ai sensi del comma 2 dell'art. 2437-ter del codice civile, il valore di liquidazione delle azioni è

determinato dal Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenendo conto "*della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni*".

Poiché, ad oggi, le azioni di Friulchem sono negoziate su un sistema multilaterale di negoziazione (*i.e.* Euronext Growth Milan) e, dunque, non su un mercato regolamentato, non trova diretta applicazione il disposto di cui all'art. 2437-ter, comma 3, del codice civile.

Ciò premesso, ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni della Società, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto di avvalersi del supporto di un *advisor* indipendente, individuato nel Prof. Andrea Amaduzzi, Professore Ordinario del Dipartimento di Scienze Economico Aziendali e Diritto per l'Economia della Facoltà di Economia dell'Università degli Studi di Milano Bicocca, Dottore Commercialista iscritto all'Albo dei Dottori Commercialisti con studio in Milano e Revisore Contabile (**"Esperto"**), il quale ha predisposto e rilasciato, in data 3 dicembre 2024, un apposito parere valutativo a tal fine (il "**Parere Valutativo**", allegato alla presente relazione sub **Allegato "C"**).

In relazione ai metodi di calcolo utilizzati, l'Esperto ha specificato nel proprio Parere Valutativo (a cui si rinvia per maggior dettaglio) che 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.

La scelta dell'approccio valutativo da parte dell'Esperto, considerati l'oggetto, le finalità e il contesto valutativo di riferimento nonché le limitazioni indicate al par. 4 che segue (cfr. *infra*), nel caso in esame è stata compiuta avendo presenti quattro principali elementi:

- a) la finalità della valutazione e l'informazione disponibile;
- b) il bene oggetto di valutazione;
- c) le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione.

In particolare, tenuto conto della finalità della valutazione e delle informazioni disponibili, l'Esperto ha assunto le seguenti principali scelte metodologiche:

- a) considerato l'oggetto della valutazione (azioni di una Società quotata in un "mercato", sebbene

non "regolamentato", ai sensi della normativa vigente) e le finalità della stima, comunque vincolata alle disposizioni dell'art. 2437-ter del codice civile. L'Esperto ha deciso preliminarmente di considerare le informazioni desumibili dall'analisi delle quotazioni di borsa. Come già richiamato il suddetto articolo dispone che: "*Il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso*". L'indicazione desumibile dall'applicazione del criterio delle quotazioni di borsa, nel caso in esame, considerata la natura del mercato in cui le azioni della Società sono scambiate, dovrà essere considerata come un'informazione comunque rilevante, anche se non esclusiva, per identificare un limite minimo del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso;

b) considerato l'oggetto della stima e le informazioni disponibili l'Esperto ha ritenuto quindi utile e opportuno integrare l'analisi mediante l'applicazione di tre ulteriori approcci valutativi, sulla base delle informazioni disponibili:

(i) la considerazione dei *target prices* espressi dagli analisti finanziari. Le valutazioni obiettive che gli analisti finanziari pubblicano sulle società quotate coperte forniscono infatti un'indicazione sull'aspettativa di valore dei titoli a 12 mesi e sono derivate dall'utilizzo di molteplici metodologie valutative, in funzione delle scelte compiute dal singolo analista di ricerca, ma comunque sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili. Esse, quindi, forniscono un'indicazione di valore in ipotesi di condizioni di svolgimento dell'attività aziendale secondo condizioni condivise dall'analista finanziario, sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili. In tal senso ben si adattano alle finalità e al contesto della presente valutazione.

(ii) la considerazione di un valore fondamentale desumibile dall'applicazione di un *Income Approach* nella versione dell'*Unlevered Discounted Cash Flow*, ampiamente diffuso nella prassi valutativa per aziende comparabili a quella oggetto di valutazione e applicabile nel caso in esame tenuto conto delle evidenze desumibili dal Piano 2024-2026.

(iii) la metodologia dei "Multipli di società quotate comparabili" (cd. "Multipli di Borsa"), che nel caso in esame è considerata adeguata per esprimere un probabile valore medio normale di mercato in ipotesi di ottimizzazione della gestione aziendale, secondo andamenti allineati alla media di settore.

Premesso quanto sopra, l'Esperto ha svolto le seguenti considerazioni:

1) Le quotazioni di Borsa

Da un punto di vista generale il metodo delle "Quotazioni di Borsa" consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuito dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate. Tale criterio sottende l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata e si traduce nella possibilità d'identificare il valore economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici rilevati in opportuni periodi temporali.

L'Esperto ha così provveduto a quantificare sia la media aritmetica semplice sia la media dei prezzi ufficiali ponderata per i volumi ("PMP") del titolo Friulchem (id: FCM:IM) su un orizzonte temporale di 6 mesi al 20 novembre 2024.

I dati sono di seguito riportati.

Friulchem S.p.A.	Data	Prezzo Ufficiale	PMP (€)
<i>Media prezzi a 6 mesi</i>	20/11/2024	0,804 €	0,811 €

Fonte: elaborazione dell'Esperto su dati Bloomberg

Il valore desumibile dalle quotazioni di mercato è quindi ricompreso tra 0,804 €, considerando la media aritmetica semplice dei prezzi ufficiali, e 0,811 € considerando la media ponderata per i volumi, al 20 novembre 2024.

2) I target prices degli analisti

Considerato l'oggetto della stima, l'Esperto ha deciso di integrare le evidenze rivenienti dalle "Quotazioni di mercato", inizialmente considerando i "prezzi obiettivo" ("*target prices*") espressi dagli analisti finanziari ("*equity analysts*") che coprono il titolo Friulchem.

Al 20 novembre 2024, è disponibile lo studio dell'analista finanziario "Corporate Family Office SIM" emesso in data 11 ottobre 2024 che fornisce la seguente indicazione:

Friulchem S.p.A.	Target Prices	Rating
<i>Target Price</i>	1,00 €	BUY

Fonte: elaborazione dell'Esperto su dati Bloomberg

3) l'Unlevered Discounted Cash Flow Analysis ("UDCF")

Come ulteriore metodo, al fine di stimare il valore di liquidazione delle azioni ordinarie di Friulchem S.p.A. l'Esperto ha provveduto ad applicare l'*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis*, sulla base dei dati consolidati desumibili dal Piano 2024-2026 del Gruppo Friulchem.

Preliminarmente la quantificazione del valore attribuibile all'intero capitale sociale di Friulchem, alla data di riferimento del 30 giugno 2024, è avvenuta in base all'applicazione del metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (di seguito anche "UDCF").

Si rinvia alla relazione dell'Esperto per un maggior dettaglio sulle formule dallo stesso utilizzate.

La quantificazione del valore dell'*Equity Value* al 30 giugno 2024 è riportata nella seguente tabella.

UDCF - € '000	
Valore Unlevered	17.886
Financial asset (30.06.2024)	1.627
PFN (30.06.2024)	(11.966)
Minority interests (30.06.2024)	(291)
Equity Value al 30.06.2024	7.256

I risultati ottenuti sono stati sottoposti dall'Esperto ad un'analisi di sensitività, facendo variare di +/-50 *basis points* il Tasso di attualizzazione (Wacc) e il tasso di crescita (g).

Al fine di determinare quindi il valore attribuibile alla singola azione ordinaria Friulchem il valore così ottenuto è stato diviso per il numero di azioni in circolazione.

UDCF - €	
Equity Value al 30.06.2024	7.256.000
Numero azioni	7.999.750
Valore ad azione	0,907

Sulla base dell'applicazione del metodo finanziario ad un'azione ordinaria di Friulchem S.p.A. è quindi attribuibile il valore di **0,907 Euro**.

4) 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:

- a) scelta del campione di società comparabili;
- b) scelta del moltiplicatore;
- c) sintesi finale.

Nel caso in esame, considerato l'oggetto, la finalità e il contesto della stima, le determinazioni assunte dall'Esperto e fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione sono state le seguenti.

Per quanto riguarda la selezione di società comparabili, l'Esperto ha ritenuto ragionevole, soprattutto in termini di obiettività, assumere a riferimento il campione di imprese considerate comparabili a Friulchem dalla banca dati *Capital IQ, Standard & Poor's* ("S&P"), limitatamente al settore d'appartenenza.

In particolare S&P classifica Friulchem (BIT: FCM) nell'ambito dell'indice di settore: "*Pharmaceutical: Veterinary Drugs*".

Da tale campione (costituito da n. 16 società, per il cui dettaglio si rinvia al Parere Valutativo) sono state escluse dall'Esperto le società per le quali non sono disponibili i dati rilevanti per l'applicazione del metodo, nella versione prescelta, o che forniscono dati non significativi.

Per quanto riguarda la scelta del multiplo (o moltiplicatore), considerate le caratteristiche proprie del settore e della prassi di mercato, l'Esperto ha fatto riferimento al multiplo *asset side* EV/Ebitda¹.

In particolare, l'Esperto:

- a) ha considerato, per le società ricomprese nel campione selezionato, il multiplo (EV/EBITDA) fornito da S&P e disponibile alla data del 20 novembre 2024;
- b) ha quindi considerato il dato di sintesi "mediano" del valore del multiplo per il campione considerato; tale scelta risulta condivisibile dall'Esperto per settori in cui le imprese adottano modelli di *business* sostanzialmente uniformi, come nel caso in esame, e quando si ritiene che l'impresa *target* sarà in grado di assumere un "posizionamento mediano" 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.

¹ In particolare, l'Esperto ha fatto riferimento al dato S&P Capital IQ: "IQ_TEV_EBITDA – FY"

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

Multipli Campione di imprese comparabili

	Mediana
<i>EV/Ebitda FY</i>	10,33 x

Sulla base del valore mediano del multiplo, espresso dal campione di imprese considerate è stato quindi possibile determinare il valore attribuibile a Friulchem, alla data di riferimento della stima.

A tal fine l'Esperto:

- ha fatto riferimento ai dati di Ebitda per l'anno 2024, desumibili dal Piano 2024-2026;
- sulla base dei multipli mediani desumibili dal campione di imprese comparabili considerate ha determinato l'EV di Friulchem alla data di riferimento del 30 giugno 2024. La scelta della mediana è sicuramente appropriata considerata la numerosità del campione considerato e la dispersione dei multipli osservabili;
- al fine di pervenire al solo valore economico del patrimonio netto di Friulchem (cd. *Equity Value*), ha quindi dedotto la Posizione Finanziaria Netta e il valore attribuibile alle minoranze stimate alla data di riferimento;
- al fine di determinare quindi il valore attribuibile alla singola azione ordinaria Friulchem il valore così ottenuto ha diviso per il numero di azioni in circolazione.

Nel seguito si riportano le tabelle rappresentative dei calcoli dell'Esperto.

Multipli di mercato - € '000	
<i>EV / EBITDA (FY) Mediano</i>	<i>10,33 x</i>
EBITDA Friulchem S.p.A. 2024	1.728
Financial asset (30.06.2024)	1.627
Enterprise value	19.477
Minority Interests (30.06.2024)	(291)
PFN (30.06.2024)	(11.966)

Equity Value al 30.06.2024	7.220
----------------------------	-------

Il valore attribuibile ad azione perseguito dietro applicazione del metodo dei moltiplicatori è rappresentato nella seguente tabella.

<i>Multipli di mercato - €</i>	
Equity Value al 30.06.2024	7.220.000
Numero azioni	7.999.750
Valore ad azione	0,903

Sulla base dei risultati così ottenuti l'Esperto afferma che il valore attribuibile ad un'azione ordinaria della Società è pari, anche in questo caso, a circa **Euro 0,903**.

A conclusione delle valutazioni dallo stesso svolte, l'Esperto ha ritenuto che il valore di liquidazione ai fini di recesso di un'azione ordinaria di Friulchem possa essere considerato congruo da un punto di vista finanziario se compreso tra: un minimo di 0,811 Euro e un massimo di 1,000 Euro, con un valore centrale pari a circa 0,907 Euro.

Il Consiglio di Amministrazione, analizzato il Parere Valutativo predisposto dall'Esperto, ritiene di condividerlo e farne proprie le valutazioni e le conclusioni.

3. Determinazione del valore di recesso

Alla luce di quanto sopra esposto, il Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della Società, ha ritenuto di quantificare in Euro 0,907 per azione il valore unitario di liquidazione delle azioni di Friulchem ai fini dell'esercizio del diritto di recesso (il "**Valore di Recesso**").

La Società riferisce di aver ricevuto in data 5 dicembre 2024 dall'azionista di riferimento Evultis S.A. , che detiene n. 3.111.250 azioni ordinarie, pari a una partecipazione del 38,8% del capitale sociale, (l'"**Azionista di Riferimento**") una lettera con la quale quest'ultimo, in relazione al possibile procedimento di liquidazione delle azioni oggetto di recesso *ex art. 2437-*quater** del codice civile, si è impegnato sino all'importo massimo di euro 2.250.000, ad esercitare il diritto di opzione allo stesso spettante e anche sulle azioni che siano rimaste non optate dagli altri soci non recedenti ovvero, alternativamente, a propria esclusiva discrezione, a sostenere finanziariamente la Società a titolo di prestito soci infruttifero, dotandola per l'effetto delle risorse finanziarie necessarie per consentire l'acquisto delle azioni dei soci recedenti ai sensi del quinto comma dell'articolo 2437-*quater* cod. civ., utilizzando a tal fine le riserve disponibili.

Al contempo, rispettivamente in data 5 e 6 dicembre 2024 gli azionisti significativi Fiduciaria Bernasconi S.A., che detiene n. 507.500 azioni ordinarie, pari a una partecipazione di circa il 6,34% del capitale sociale e Friulia S.p.A., che detiene n. 1.900.000 azioni ordinarie, pari a una partecipazione di circa il 23,75% del capitale sociale, hanno manifestato la propria intenzione di non esercitare il diritto di recesso che agli stessi spetterebbe, qualora l'assemblea della Società approvasse la revoca dell'ammissione alla negoziazione su Euronext Growth Milan.

Sulla base delle predette comunicazioni, l'importo massimo previsto del recesso è stato stimato in circa Euro 2.250.267,00, quale determinato sulla base del Prezzo di Recesso e delle n. 2.481.000 azioni che costituiscono il flottante, ovvero a seguito dell'esercizio del diritto di recesso di tutti gli azionisti diversi dagli azionisti di cui sopra. L'organo amministrativo – nel caso di approvazione della proposta di deliberazione di cui al punto n. 1 all'ordine del giorno della parte ordinaria dell'assemblea – ha sottoposto all'assemblea la proposta di completamento della formazione della riserva legale, ai sensi dell'art. 2430 del codice civile, mediante l'utilizzo della "Riserva da soprapprezzo delle azioni", con la finalità di consentire all'Emittente di utilizzare la parte rimanente di quest'ultima riserva per l'eventuale acquisto delle azioni dei soci recedenti.

4. Difficoltà di valutazione

Le considerazioni valutative svolte dall'Esperto, che sono state poste alla base delle determinazioni del Consiglio di Amministrazione, hanno presentato le seguenti principali limitazioni e difficoltà:

- a) Le azioni della Società sono scambiate nel mercato regolamentato di riferimento spesso con volumi giornalieri ridotti o addirittura nulli. Ciò fa sì che i prezzi di mercato possono fornire una informazione incompleta sul prezzo realizzabile dalla vendita di pacchetti azionari anche significativi.
- b) Il numero di analisti finanziari che esprimono *target prices* per le azioni oggetto di valutazione è limitato.
- c) I dati desumibili dal Piano 2024-2026 sono subordinati alle strategie poste in essere dalla Società e dalla capacità del management di raggiungere gli obiettivi prefissati. Il sottoscritto, conformemente all'Incarico affidato, non ha provveduto a verificare la ragionevolezza delle assunzioni poste alla base dell'elaborazione dei dati previsionali e la modalità di loro costruzione. I risultati ottenuti dalla Società potranno discostarsi anche in modo significativo dai risultati previsionali. Il valore ottenuto dall'applicazione dell'*Income Approach* è comunque subordinato alla ragionevolezza e raggiungibilità dei risultati attesi e desumibili dal Piano 2024-2026.
- d) Friulchem è solo parzialmente comparabile con altre società quotate simili, 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.

- e) Non sono state individuate transazioni precedenti e recenti aventi per oggetto imprese comparabili, per settore di appartenenza e dimensioni, con Friulchem, che possano esprimere un parametro valutativo utile ai fini della stima di valore di recesso.

Nello svolgimento delle proprie analisi, l'Esperto ha fatto affidamento e assunto l'accuratezza e completezza di tutte le informazioni messe a disposizione dalla Società e a quelle pubblicamente disponibili, o altrimenti esaminate. Nel fare affidamento su analisi finanziarie, proiezioni, ipotesi e previsioni degli analisti di ricerca o da queste derivate, l'Esperto 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 della società e dei settori di attività su cui tali analisi, proiezioni, ipotesi o stime si riferiscono.

5. Modalità e termini per l'esercizio del diritto di recesso

Ai sensi di quanto disposto dall'art. 12 dello statuto sociale della Società, il diritto di recesso può essere esercitato dai soci della Società che non abbiano concorso alla deliberazione assembleare di approvazione della Revoca, per tutte o parte delle azioni da essi detenute. Sono pertanto legittimati ad esercitare il diritto di recesso anche i soci assenti, quelli cioè che non hanno partecipato all'adunanza assembleare, oltre i soci dissenzienti e astenuti.

Si ricorda che, ai sensi dell'art. 127-*bis*, commi 2 e 3, del TUF, si considera altresì come socio che non ha concorso alla deliberazione assembleare (e, dunque, come socio legittimato all'esercizio del diritto di recesso) colui a favore del quale sia effettuata la registrazione in conto delle azioni della Società (i) successivamente alla data di cui all'art. 83-*sexies*, comma 2, del TUF (*i.e.*, la *record date*) e (ii) prima dell'apertura dei lavori dell'assemblea di Friulchem chiamata a deliberare sulla Revoca.

I termini e le modalità per l'esercizio del diritto di recesso e di svolgimento del procedimento di liquidazione sono quelli stabiliti ai sensi degli artt. 2437-*bis* e 2437-*quater* del codice civile; eventuali ulteriori informazioni saranno rese note mediante comunicati stampa resi disponibili anche sul sito internet della Società all'indirizzo www.friulchem.com.

Ai sensi dell'art. 2437-*bis* del codice civile, il diritto di recesso potrà essere esercitato dai soci legittimati, per tutte o parte delle azioni detenute, mediante dichiarazione scritta (la "**Dichiarazione di Recesso**"), da inviarsi, obbligatoriamente a mezzo lettera raccomandata, presso la sede legale della Società in Via San Marco 23, 33099, Vivaro (PN), entro 15 giorni di calendario dall'iscrizione nel competente Registro delle Imprese della delibera assembleare che approva la Revoca (il "**Termine di Decadenza**").

Ai sensi di legge, la Dichiarazione di Recesso **deve essere inviata alla Società unicamente a mezzo lettera raccomandata all'attenzione del Consiglio di Amministrazione all'indirizzo Via San Marco 23, 33099, Vivaro (PN), con oggetto: "Friulchem-Comunicazione di Recesso"**. Si rammenta, quindi, che ai sensi di legge non sono validi metodi alternativi di esercizio del diritto di recesso anche a mezzo di posta elettronica (anche certificata).

Tuttavia, ai fini del sollecito svolgimento della procedura di recesso, ove possibile (e con l'obiettivo di facilitare i diritti dei soci recedenti), si raccomanda agli aventi diritto di anticipare la Dichiarazione di Recesso a mezzo posta elettronica certificata all'indirizzo admin.friulchem@legalmail.it e/o posta elettronica ordinaria all'indirizzo ir@friulchem.com. Resta fermo che detto invio non potrà intendersi sostitutivo delle modalità prescritte dalla legge e, pertanto, la Dichiarazione di Recesso – per la sua validità – dovrà essere inviata alla Società esclusivamente (ed a pena di inammissibilità) a mezzo lettera raccomandata.

La Dichiarazione di Recesso dovrà recare obbligatoriamente e a pena di decadenza le seguenti informazioni:

- a) i dati anagrafici, il codice fiscale, il domicilio (e, ove possibile, un recapito telefonico e un indirizzo e-mail) per le comunicazioni inerenti al procedimento;
- b) il numero di azioni per le quali è esercitato il diritto di recesso e il relativo controvalore in termini di liquidazione, in base al valore di liquidazione sopra descritto;
- c) gli estremi e le coordinate del conto corrente dell'azionista recedente su cui dovrà essere accreditato il valore di liquidazione delle azioni stesse; e
- d) l'indicazione dell'intermediario presso cui è acceso il conto sul quale sono registrate le azioni per le quali viene esercitato il diritto di recesso, con i dati relativi al predetto conto.

Fermo restando quanto precede, si ricorda che, in considerazione del regime di dematerializzazione delle azioni di Friulchem, la legittimazione all'esercizio del diritto di recesso ai sensi dell'articolo 2437 del codice civile è attestata da una comunicazione dell'intermediario all'emittente, ai sensi dell'art. 43 del Provvedimento unico sul *post trading* della Consob e della Banca d'Italia del 13 agosto 2018 recante, tra le altre cose, la disciplina dell'attività di gestione accentrata (il "**Provvedimento Unico**"). Pertanto, gli azionisti di Friulchem che intendono esercitare il diritto di recesso dovranno richiedere al proprio intermediario, a pena di inammissibilità della Dichiarazione di Recesso, l'invio di detta comunicazione a Friulchem entro il Termine di Decadenza.

La comunicazione dell'intermediario dovrà attestare:

- a) la proprietà ininterrotta, in capo all'azionista recedente, delle azioni di Friulchem in relazione alle quali venga esercitato il diritto di recesso a decorrere dalla data dell'assemblea ordinaria

che dovesse approvare la Revoca, fino alla data di esercizio del diritto di recesso ovvero, se successiva, fino alla data di rilascio della comunicazione;

- b) l'assenza di pegno o altro vincolo sulle azioni di Friulchem in relazione alle quali viene esercitato il diritto di recesso; in caso contrario, quale condizione per l'ammissibilità della Dichiarazione di Recesso, l'azionista recedente dovrà trasmettere a Friulchem, entro il Termine di Decadenza, apposita dichiarazione resa dal creditore pignoratizio, ovvero dal soggetto a favore del quale sussista altro vincolo sulle azioni, con la quale tale soggetto presti il proprio consenso irrevocabile alla liquidazione delle azioni oggetto del recesso in conformità alle istruzioni del socio recedente.

Le Dichiarazioni di Recesso inviate con modalità diverse dalla lettera raccomandata ovvero inviate oltre il Termine di Decadenza o sprovviste delle necessarie informazioni saranno inammissibili e, in ogni caso, inefficaci.

Gli azionisti recedenti garantiscono la correttezza delle informazioni contenute nelle Dichiarazioni di Recesso da essi rispettivamente trasmesse e avranno l'onere di inviarle entro il Termine di Decadenza per il valido esercizio del diritto di recesso, essendo inteso che la Società non assume alcuna responsabilità al riguardo.

Come previsto dall'art. 2437-*bis* del codice civile e dalle disposizioni regolamentari vigenti, le azioni oggetto della comunicazione di cui all'art. 43 del Provvedimento Unico (i.e., le azioni per le quali viene esercitato il diritto di recesso dall'avente diritto) non possono essere cedute. Pertanto, dette azioni saranno rese indisponibili, ad opera dell'intermediario medesimo, sino alla loro liquidazione, fermo restando che fino a tale data l'azionista recedente sarà autorizzato ad esercitare il diritto di voto spettante su tali azioni.

Nel caso in cui uno o più azionisti esercitino il diritto di recesso, la procedura di liquidazione si svolgerà secondo la procedura prevista dall'art. 2437-*quater* del codice civile di seguito illustrata.

Anzitutto, gli amministratori della Società offriranno le azioni ordinarie per le quali è stato esercitato il diritto di recesso in opzione agli altri soci che non abbiano esercitato il diritto di recesso in proporzione alle azioni da essi rispettivamente possedute ("**Offerta in Opzione**"). Ai sensi dell'art. 2437-*quater*, comma 2 del codice civile, per l'esercizio del diritto di opzione sarà concesso un termine non inferiore a 30 giorni dalla data di deposito dell'Offerta in Opzione presso il competente Registro delle Imprese.

I soci di Friulchem che eserciteranno il diritto di opzione nell'ambito dell'Offerta in Opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, avranno altresì diritto di prelazione nell'acquisto delle azioni eventualmente inopiate. Qualora il numero delle azioni di Friulchem per il quale sia richiesta

la prelazione sia superiore al quantitativo di azioni di Friulchem rimaste inoperte a esito dell'Offerta in Opzione, si procederà al riparto tra tutti i richiedenti in proporzione al numero di azioni possedute; qualora residuassero azioni dopo l'assegnazione sulla base del quoziente pieno, le azioni residue verranno assegnate col criterio del maggior resto.

Le azioni di Friulchem oggetto dell'Offerta in Opzione (e i diritti di opzione in acquisto ad esse relativi) non sono state e non saranno registrate negli Stati Uniti d'America ai sensi dello United States Securities Act del 1933 e non potranno essere offerte o vendute negli Stati Uniti d'America in assenza di un'esenzione. L'Offerta in Opzione non costituirà un'offerta di strumenti finanziari nemmeno negli altri paesi nei quali l'Offerta in Opzione non sia consentita in assenza di una specifica autorizzazione in conformità alla normativa applicabile, ovvero in deroga alla stessa. Si consiglia pertanto ai soci non residenti in Italia di richiedere specifici pareri in materia prima di intraprendere qualsiasi azione.

Friulchem comunicherà in tempo utile i termini e le modalità di adesione all'Offerta in Opzione e le ulteriori informazioni relative alla stessa a mediante appositi comunicati stampa resi disponibili sul sito internet all'indirizzo www.friulchem.com, nonché tramite l'avviso di Offerta in Opzione che sarà depositato presso il competente Registro delle Imprese ai sensi di legge. L'avviso sarà reso noto con le modalità e nei termini previsti dalla normativa vigente.

Gli amministratori della Società fin d'ora escludono di avviare un collocamento presso terzi a norma dell'art. 2437-*quater*, comma 4, del codice civile.

Entro 180 giorni dall'invio della comunicazione di recesso, le azioni residue dei soci recedenti saranno rimborsate ai medesimi, ai sensi dell'art. 2437-*quater*, comma 5, del codice civile, mediante acquisto da parte della Società utilizzando riserve disponibili, anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2357, comma 2 del codice civile.

Il pagamento del valore di liquidazione delle azioni a ciascun socio recedente, così come il trasferimento delle azioni assegnate nell'ambito dell'Offerta in Opzione, saranno effettuati con valuta al termine del procedimento di liquidazione alla data che sarà comunicata con comunicato stampa e pubblicato sul sito internet www.friulchem.com.

* * *

La presente relazione, unitamente al parere del collegio sindacale e alla relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, RIA Grant Thornton S.p.A., è a disposizione del pubblico presso la sede legale di Friulchem (Via San Marco 23, 33099, Vivaro (PN) ed è consultabile sul sito internet della società www.friulchem.com.

Vivaro (PN), 6 dicembre 2024

Per il Consiglio di Amministrazione

Il Presidente

Alessandro Mazzola



Allegati

- A. Parere del collegio sindacale sul valore di liquidazione rilasciato ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, del codice civile;
- B. Parere di RIA Grant Thornton S.p.A., quale società incaricata della revisione legale dei conti, sul valore di liquidazione rilasciata ai sensi dell'art. 2437-ter, comma 2, del codice civile;
- C. Parere del Prof. Andrea Amaduzzi sul valore attribuibile ai fini di recesso alle azioni ordinarie di Friulchem S.p.A., sulla base della situazione patrimoniale della società al 30 giugno 2024, ai sensi e per gli effetti delle disposizioni dell'art. 2437-ter del codice civile

Parere del Collegio Sindacale di Friulchem S.p.A. ex art. 2437-ter c.c. sul diritto di recesso

Spettabili Consiglieri,

premesso che il Consiglio di Amministrazione di Friulchem S.p.A. (“**Friulchem**” o la “**Società**”) è stato convocato per il giorno 6 dicembre 2024, per deliberare in merito alla determinazione del valore di liquidazione degli Strumenti Finanziari, ai fini dell’esercizio del diritto di recesso ex art. 2437-ter del codice civile, il Collegio Sindacale è stato chiamato ad esprimere il proprio parere, i cui contenuti sono utilizzabili esclusivamente per le finalità proprie del predetto articolo.

Come noto, l’art. 2437-ter del codice civile “Criteri di determinazione del valore delle azioni” prevede che:

- il socio abbia diritto alla liquidazione delle azioni per le quali esercita il recesso (1° comma);
- il valore di liquidazione delle azioni sia determinato dagli amministratori, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti (2° comma);
- i soci abbiano diritto di conoscere la determinazione del valore di liquidazione nei quindici giorni precedenti la data fissata per l’assemblea (4° comma).

Codesto Collegio Sindacale ha vigilato sul rispetto del dettato normativo, al pari della società di revisione Ria Grant Thornton S.p.A., con cui si sono intrattenuti gli opportuni rapporti al fine di essere aggiornati sulle rispettive attività svolte e conclusioni ritratte.

Il Consiglio di Amministrazione, in data 20 novembre 2024, ha nominato l’Advisor Indipendente Prof. Andrea Amaduzzi (l’“**Advisor**”), Professore Ordinario di Economia Aziendale nell’Università degli Studi di Milano Bicocca, chiamato a sostenere, con propria relazione, la determinazione del valore delle azioni per il caso di recesso, valutando dunque il valore unitario di n. 7.999.750 azioni ordinarie di Friulchem, prive dell’indicazione del valore nominale, e costituenti, alla data odierna, l’intero capitale della società.

L’Advisor ha fatto principalmente riferimento ai dati di bilancio desumibili dalla relazione finanziaria consolidata al 30 giugno 2024 ed ai dati previsionali desumibili dal Piano 2024-2026 del Gruppo facente capo alla Società (“Piano”), elaborato dal management della Società.

Le azioni Friulchem sono scambiate sul mercato AIM Italia, Sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., inoltre considerato che lo statuto della società non prevede particolari disposizioni in merito alla quantificazione del valore di liquidazione ai fini di “Recesso”; in diretta applicazione del disposto dell’art. 2437-ter, comma 3, del codice civile, ai fini della determinazione del valore attribuibile per il recesso delle azioni ordinarie della Società, l’esperto indipendente ha ritenuto opportuno utilizzare i seguenti criteri di valorizzazione:

- 1) Metodo delle “Quotazioni di Borsa”, consistente nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuibile dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate; tale criterio sottende l’efficienza del mercato in cui l’azienda è quotata e si traduce nella possibilità di identificare il valore

economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici rilevati in opportuni periodi temporali. Il valore rilevato nella relazione desunto dalle operazioni di mercato, effettuate nei sei mesi precedenti l'incarico, è stato ricompreso tra 0,804 €, considerando la media aritmetica semplice dei prezzi ufficiali, e 0,811 € considerando la media ponderata per i volumi.

- 2) Metodo basato sulla considerazione dei target prices espressi dagli analisti finanziari, dove, al 20 novembre 2024, è disponibile lo studio dell'analista finanziario "Corporate Family Office SIM" emesso in data 11 novembre 2024, che identifica il target prices pari a 1,00 € (Rating BUY).
- 3) Metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow Analysis ("UDCF"), calcolato sulla base dei dati consolidati ricavati dal Piano 2024-2026 del Gruppo Friulchem, elaborato dal Consiglio di amministrazione, secondo cui ad un'azione ordinaria di Friulchem è stato attribuito il valore di 0,907 €.
- 4) Metodo dei Multipli di Borsa, 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. Sulla base dei risultati ottenuti, l'Advisor ha ritenuto possibile affermare che il valore attribuibile ad un'azione del Gruppo è pari, anche in questo caso, a circa 0,903 €.

Codesto Collegio Sindacale ha esaminato la relazione rilasciata dal Prof. Andrea Amaduzzi, che ha portato, in applicazione delle suddette metodologie, ad evidenziare un **valore unitario per azione della Società compreso tra un minimo di 0,811 € e un massimo di 1,000 €, con un valore centrale pari a circa 0,907 €.**

Il Collegio Sindacale, tenuto conto della relazione dell'Advisor, ribadisce comunque di non aver effettuato alcuna valutazione economica della Società, né corrente né prospettica; tale valutazione, anche se svolta implicitamente, spetta esclusivamente agli amministratori. Nello svolgimento del proprio lavoro, il Collegio Sindacale dà atto di non aver incontrato limiti, criticità e difficoltà specifiche e di aver operato in piena autonomia, sia pure con confronto aperto sia con la stessa Società sia con la società di revisione.

Dopo aver accertato che lo Statuto Sociale non prevede specifici criteri di determinazione del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso (3° comma dell'art. 2437-ter del codice civile), il collegio sindacale ha concordato nel ritenere che il valore di liquidazione ai fini di recesso indicato nelle conclusioni del parere dell'esperto indipendente Prof. Andrea Amaduzzi possa esprimere il corretto valore di recesso delle azioni della società; in quanto assume in sé le indicazioni in termini di consistenza patrimoniale, di prospettive reddituali e soprattutto del valore di mercato.

In conclusione il Collegio Sindacale, nel ritenere esaurienti le informazioni fornite dall'Advisor nella summenzionata relazione e preso atto del lavoro e delle conclusioni cui è pervenuto il soggetto incaricato della revisione legale, esprime il proprio parere favorevole al valore di riferimento individuato per la liquidazione delle azioni oggetto di recesso, ritenendolo coerente con il dettato normativo, le disposizioni statutarie e con le premesse poste a base della scelta del suo criterio di determinazione.

Il nostro parere viene pertanto espresso sull'idoneità, sotto il profilo della ragionevolezza e nelle attuali circostanze, dei criteri e delle scelte proposte al Consiglio di Amministrazione ai fini della definizione del valore di liquidazione delle azioni.

Il presente parere origina dalle indagini svolte nei giorni immediatamente antecedenti la data del suo rilascio e a tale data si riferisce nell'accertare l'adeguatezza, intesa come non arbitrarietà e non contraddittorietà, degli assunti del Consiglio di Amministrazione.

Tale parere indirizzato al Consiglio di Amministrazione di Friulchem S.p.A., è altresì disponibile per i soci di Friulchem S.p.A. ai sensi di legge, per i fini sanciti dall'art. 2437-ter del codice civile, ma, non potrà essere utilizzato da soggetti terzi, senza il nostro consenso scritto.

Milano, 5 dicembre 2024

IL COLLEGIO SINDACALE

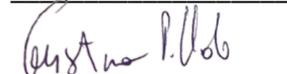
Marco Mazzi



Andrea Foschia



Cristina Pillolo



**PARERE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE
AI SENSI DELL'ART. 2437-TER,
SECONDO COMMA, DEL CODICE CIVILE**

Ria Grant Thornton S.p.A.
Via Melchiorre Gioia 8
20124 Milano

T +39 02 3314809
F +39 02 33104195

Al Consiglio di Amministrazione di
Friulchem S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Nell'ambito della potenziale operazione di delisting di Friulchem S.p.A. ("Società") dal mercato Euronext Growth Milan di Borsa Italiana, il Consiglio di Amministrazione del 20 novembre 2024 ha deliberato la nomina di un Advisor Indipendente per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni in caso di recesso dei soci assenti o dissenzienti.

In tale circostanza, la Società ha ritenuto applicabile l'art. 2437 del Codice Civile che prevede, per gli azionisti che non intendano concorrere a tale deliberazione, la possibilità di esercitare il diritto di recesso. L'art. 2437-ter, terzo comma, primo periodo, del Codice Civile stabilisce, per le società quotate in mercati regolamentati, che il valore di liquidazione delle azioni sia determinato dal Consiglio di Amministrazione facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il diritto di recesso. Si rileva, inoltre, che, come previsto dal terzo comma, secondo periodo, dell'art. 2437-ter del Codice Civile, lo statuto della Società può prevedere che il valore di liquidazione sia determinato applicando i criteri indicati dal secondo e dal quarto comma del medesimo art. 2437-ter del Codice Civile, fermo restando che in ogni caso tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio descritto al precedente paragrafo.

Nel caso di specie, poiché nello statuto di Friulchem S.p.A. non è stata esercitata la facoltà di cui all'art. 2437-ter, terzo comma, secondo periodo, del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione ha incaricato il Prof. Andrea Amaduzzi ("Consulente") di predisporre una valutazione del capitale economico della Società (e quindi la determinazione del valore di liquidazione delle azioni) in conformità al citato art. 2437-ter, terzo comma, primo periodo, del Codice Civile, in vista dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti a seguito delle sopra citate modifiche. In data 3 dicembre 2024, il Consulente ha predisposto la valutazione della Società ("Valutazione").

Ria Grant Thornton S.p.A., quale soggetto incaricato, ai sensi e per gli effetti del D.lgs. 27/1/2010 n. 39, della revisione legale del bilancio di esercizio e consolidato della Società, ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione della Società, in data 25 novembre 2024, l'incarico di predisporre il parere ex art. 2437-ter, secondo comma e terzo comma, primo periodo, del Codice Civile sul valore di liquidazione delle azioni di Friulchem S.p.A.

Gli Amministratori hanno formalmente provveduto alla determinazione preliminare del valore di liquidazione delle azioni di Friulchem S.p.A., individuato in un range compreso tra un minimo di 0,811 Euro e un massimo

di 1,000 Euro, con un valore centrale pari a 0,907 Euro, al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo e terzo comma, primo periodo, del Codice Civile. Ciò fermo restando che la Società ha messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione necessaria per lo svolgimento del nostro incarico, ivi compresa la determinazione preliminare del valore di liquidazione delle azioni di Friulchem S.p.A..

In tale contesto, abbiamo emesso il presente parere al fine di poter consentire al Consiglio di Amministrazione il completamento dell'*iter* previsto dall'art. 2437-ter del Codice Civile.

Ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, anche il Collegio Sindacale della Società è stato contestualmente chiamato ad esprimere il proprio parere.

2. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

Il presente documento ha il fine di fornire al Consiglio di Amministrazione di Friulchem S.p.A. il parere previsto dall'art. 2437-ter del Codice Civile in merito corretta applicazione del metodo di valutazione prescritto dal terzo comma, primo periodo, del citato articolo.

Il parere illustra le modalità tecniche con cui il Consiglio di Amministrazione della Società, anche per il tramite del proprio Consulente, ha impiegato la metodologia prescritta dall'art. 2437-ter, terzo comma, primo periodo, del Codice Civile. Il parere indica altresì le eventuali difficoltà incontrate dagli Amministratori e dal Consulente per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni, nonché sugli eventuali limiti del metodo stesso e sulla corretta applicazione dello stesso.

Nell'esecuzione del presente incarico non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società. Tale valutazione compete esclusivamente agli Amministratori, che si sono avvalsi a tal fine del lavoro svolto dal Consulente dagli stessi incaricato, di effettuare una valutazione della Società in vista dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dei soci nell'ipotesi in cui si proceda alle suesposte modifiche statutarie.

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione ed in particolare:

- Parere sul valore attribuibile ai fini di recesso alle azioni ordinarie di Friulchem S.p.A., sulla base della situazione patrimoniale della Società al 30 giugno 2024, redatto dal Consulente;
- Piano economico ("Piano 2024-2026") elaborato dal management della Società quale aggiornamento del piano 2023-2025 approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 19 dicembre 2022;
- Relazione Finanziaria Semestrale del Gruppo Friulchem al 30 giugno 2024 approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 27 settembre 2024 pubblicata sul sito internet della stessa;
- Informazioni e dati di natura pubblica disponibili.

Abbiamo infine ottenuto attestazione, mediante lettera inviata, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, dal rappresentante legale della Società in data 5 dicembre 2024, che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

4. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAGLI AMMINISTRATORI E RELATIVI RISULTATI

Come precedentemente indicato, gli Amministratori della Società hanno incaricato il Consulente di procedere alla determinazione del valore del capitale economico della Società e, conseguentemente, del valore di liquidazione delle azioni ai sensi dell'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile.

Pertanto, nel prosieguo di questo paragrafo si farà riferimento alla Valutazione del Prof. Andrea Amaduzzi datata 3 dicembre 2024, fatta propria dal Consiglio di Amministrazione della Società.

4.1. Metodologie adottate e risultati a cui pervengono gli Amministratori

Il Consulente, le cui determinazioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione, ha ritenuto di adottare, per le finalità di cui all'art. 2437-ter, terzo comma, primo periodo, del Codice Civile, le seguenti scelte metodologiche:

- a) Considerato l'oggetto della valutazione (azioni di una Società quotata in un "mercato", sebbene non "regolamentato", ai sensi della normativa vigente) e le finalità della stima, comunque vincolata alle disposizioni dell'art. 2437-ter del Codice Civile il Consulente ha deciso preliminarmente di considerare le informazioni desumibili dall'analisi delle quotazioni di borsa. Come già richiamato il suddetto articolo dispone che *"Il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso"*.

L'indicazione desumibile dall'applicazione del criterio delle quotazioni di borsa, nel caso in esame, considerata la natura del mercato in cui le azioni della Società sono scambiate, dovrà essere considerata come un'informazione comunque rilevante, anche se non esclusiva, per identificare un limite minimo del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso". Sulla base di quanto soprariportato dal Consulente nel proprio Parere, l'indicazione di prezzo è quindi compreso tra €0,804 per azione, considerando la media aritmetica semplice dei prezzi ufficiali, e €0,811 per azione considerando la media ponderata per i volumi, al 20 novembre 2024.

- b) considerato l'oggetto della stima e le informazioni disponibili il Consulente ha ritenuto quindi utile e opportuno integrare l'analisi mediante l'applicazione di tre ulteriori metodologie di valutazione, sulla base delle informazioni disponibili:
1. La considerazione dei target prices espressi dagli analisti finanziari. Le valutazioni obiettivo che gli analisti finanziari pubblicano sulle società quotate coperte forniscono infatti un'indicazione sull'aspettativa di valore dei titoli a 12 mesi e sono derivate dall'utilizzo di molteplici metodologie valutative, in funzione delle scelte compiute dal singolo analista di ricerca, ma comunque sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili. Esse, quindi, forniscono un'indicazione di valore in ipotesi di condizioni di svolgimento dell'attività aziendale secondo condizioni condivise dall'analista finanziario, sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili. In tal senso ben si adattano alle finalità e al contesto della presente valutazione. Sulla base di quanto soprariportato dal Consulente nel proprio Parere, l'indicazione di prezzo è pari a €1,0 per azione fornito dall'unico analista "Corporate Family Office SIM".
 2. Il Consulente, nell'applicazione dell'Income Approach attraverso la metodologia dell'Unlevered Discounted Cash Flow, ampiamente utilizzata nella prassi valutativa per aziende comparabili a quella oggetto di valutazione, ha tenuto conto delle evidenze desumibili dal Piano 2024-2026. Per il calcolo del valore terminale, è stata utilizzata la media dei flussi di cassa degli ultimi due periodi del piano (FY25-26), adottando lo stesso approccio anche per la determinazione dei CapEx e degli ammortamenti, e, come da prassi, non considerando gli effetti derivanti dalle variazioni del Capitale Circolante Netto. A seguito dell'applicazione di tale

metodologia, il valore dell'Equity stimato è pari a €m7,3, con un valore per singola azione ordinaria di Friulchem S.p.A. pari a €0,907.

3. La metodologia dei "Multipli di società quotate comparabili" (noti come "Multipli di Borsa") è stata utilizzata dal Consulente per stimare il multiplo EV/EBITDA, basandosi su un panel di società comparabili da lui selezionato. Il calcolo del multiplo è stato effettuato prendendo in considerazione i valori dell'EBITDA delle società del panel al 31 dicembre 2023 e l'Enterprise Value delle stesse alla data più recente. Il valore mediano del multiplo risultante da tale analisi è pari a 10,33x, sul quale è stato applicato l'EBITDA forecast per l'anno fiscale FY24, pari a €m1,7. In seguito a questa applicazione, è stato identificato un valore dell'equity pari a €m7,2, con un valore per singola azione ordinaria di Friulchem S.p.A. pari a €0,903.

4.2. Sintesi delle valutazioni eseguite dagli Amministratori e dal Consulente

Il valore di riferimento individuato dagli Amministratori e dal Consulente per ciascuna delle n. 7.999.750 azioni che potranno essere oggetto di esercizio del diritto di recesso, risulta compreso tra un minimo di 0,811 Euro e un massimo di 1,000 Euro, con un valore centrale pari a 0,907 Euro.

4.3. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori e dal Consulente

Le considerazioni valutative svolte dagli Amministratori e dal Consulente hanno presentato le seguenti principali limitazioni e difficoltà:

- a) Le azioni della Società sono scambiate nel mercato non regolamentato di riferimento spesso con volumi giornalieri ridotti o addirittura nulli. Ciò fa sì che i prezzi di mercato possono fornire una informazione incompleta sul prezzo realizzabile dalla vendita di pacchetti azionari anche significativi;
- b) Il numero di analisti finanziari che esprimono target prices per le azioni oggetto di valutazione è limitato;
- c) I dati desumibili dal Piano 2024-2026 sono subordinati alle strategie poste in essere dalla Società e dalla capacità del management di raggiungere gli obiettivi prefissati. Il Consulente, conformemente all'incarico affidato, non ha provveduto a verificare la ragionevolezza delle assunzioni poste alla base dell'elaborazione dei dati previsionali e la modalità di loro costruzione. I risultati ottenuti dalla Società potranno discostarsi anche in modo significativo dai risultati previsionali. Il valore ottenuto dall'applicazione dell'*Income Approach* è comunque subordinato alla ragionevolezza e raggiungibilità dei risultati attesi e desumibili dal Piano 2024-2026;
- d) La Società è solo parzialmente comparabile con altre società quotate simili, 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;
- e) Non sono state individuate transazioni precedenti e recenti aventi per oggetto imprese comparabili, per settore di appartenenza e dimensioni, con Friulchem S.p.A., che possano esprimere un parametro valutativo utile ai fini della stima di valore di recesso.

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

Nel fare affidamento su analisi finanziarie, proiezioni, ipotesi e previsioni degli analisti di ricerca o da queste derivate, il Consulente 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 della società e dei settori di attività su cui tali analisi, proiezioni, ipotesi o stime si riferiscono.

5. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- Esame della relazione redatta dal Consulente, che indica il criterio di valutazione adottato in conformità alle previsioni di cui all'art. 2437-ter, terzo comma, primo periodo, del Codice Civile, le relative modalità applicative, le difficoltà incontrate nel processo valutativo e la determinazione del valore di liquidazione delle azioni della Società da noi ottenuta in via anticipata dalla stessa;
- Esame critico delle modalità di applicazione del metodo di valutazione previsto dall'art. 2437-ter, terzo comma, primo periodo, del Codice Civile, adottato dal Consulente e fatto proprio dagli Amministratori;
- Verifica dell'attendibilità ed idoneità dei dati relativi alle quotazioni delle azioni oggetto di recesso utilizzati dal Consulente per l'applicazione del metodo valutativo prescritto dall'art. 2437-ter, terzo comma, primo periodo, del Codice Civile;
- Verifica della ragionevolezza dei dati utilizzati mediante riscontro con le fonti ritenute più opportune, ivi compresa la documentazione utilizzata e precedentemente descritta nel paragrafo 3;
- Verifica della correttezza matematica dei calcoli eseguiti dal Consiglio di Amministrazione e dal Consulente con riguardo alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nel periodo di riferimento.
- Discussioni ed approfondimenti con il Consulente e con la Direzione della Società;
- Discussione con il Collegio Sindacale in merito alle attività rispettivamente svolte ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile;
- Richiesta di chiarimenti scritti e verbali al Consulente incaricato dalla Società incontrato insieme al Collegio Sindacale;

Abbiamo infine raccolto, attraverso discussione con la Direzione della Società e limitata analisi documentale, informazioni circa eventi avvenuti dopo la data di approvazione della Relazione Finanziaria Semestrale del Gruppo Friulchem al 30.06.2024 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente parere.

6. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DELLE MODALITA' DI APPLICAZIONE DEL METODO DI VALUTAZIONE ADOTTATO DAGLI AMMINISTRATORI

Con riferimento al presente incarico, sottolineiamo che il procedimento valutativo seguito dal Consiglio di Amministrazione, che ha fatto proprie le valutazioni del Consulente, ha avuto quale scopo la stima del valore di liquidazione delle azioni per l'esercizio del diritto di recesso, in linea con il disposto dell'articolo 2437-ter, terzo comma, primo periodo, del Codice Civile, per gli emittenti quotati in mercati regolamentati. Di conseguenza, il valore riferito alla Società dal Consiglio di Amministrazione e contenuto nella Valutazione non può essere utilizzato per finalità diverse.

7. LIMITI E DIFFICOLTA' INCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DEL NOSTRO INCARICO

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- il confronto con il management della Società e con il Consulente ci ha permesso di verificare e di approfondire come le principali poste economiche e patrimoniali che compongono il Piano derivino dall'elaborazione di ipotesi ragionate e da un effettivo esercizio teso a fornire, pur nell'incertezza legata ad ogni previsione futura, una ragionevole evoluzione del profilo economico e patrimoniale della Società stessa;
- l'approccio valutativo adottato dal Consulente nella stima del valore economico del Capitale della Società in particolare è in linea con la prassi professionale e con quanto previsto dalle linee guida dell'OIV;

8. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nel presente e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 7, non siamo venuti a conoscenza di fatti o situazioni tali da farci ritenere che il metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni di Friulchem S.p.A., ex art. 2437-ter, terzo comma, primo periodo, del Codice Civile non sia stato correttamente applicato ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni.

Il presente parere è indirizzato al Consiglio d'Amministrazione di Friulchem S.p.A. ed è stato predisposto esclusivamente per le finalità di cui all'art. 2437-ter del Codice Civile.

Tale parere è reso disponibile ai soci di Friulchem S.p.A. ai sensi di legge, per le finalità e nei limiti di cui al medesimo articolo. Il parere non potrà essere utilizzato per altro scopo o da soggetti terzi, senza il nostro preventivo consenso scritto.

Milano, 05 dicembre 2024

Ria Grant Thornton S.p.A.



Fabrizio Perego

Socio

PARERE
SUL VALORE ATTRIBUIBILE AI FINI DI RECESSO
ALLE AZIONI ORDINARIE DI FRIULCHEM S.P.A., SULLA BASE DELLA SITUAZIONE
PATRIMONIALE DELLA SOCIETÀ AL 30 GIUGNO 2024, AI SENSI E PER GLI EFFETTI DELLE
DISPOSIZIONI DELL'ART. 2437-TER COD. CIV.

Milano, 3 dicembre 2024

Prof. Dott. Andrea Amaduzzi

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

INDICE

1.	L'incarico ricevuto.....	3
1.1	Il diritto di recesso.....	3
1.2	La documentazione raccolta.....	3
1.3	Limiti dell'incarico.....	4
2.	Oggetto, finalità e contesto della valutazione.....	6
2.1	La configurazione di valore oggetto della stima.....	7
2.2	Data di riferimento della valutazione.....	10
2.3	Requisiti soggettivi dell'esperto incaricato della valutazione.....	10
3.	Descrizione dei beni oggetto di valutazione.....	11
3.1	Breve descrizione di Friulchem S.p.A. e del gruppo ad essa facente capo.....	11
3.2	Principali dati economici, patrimoniali e finanziari del Gruppo Friulchem alla data di riferimento del 30 giugno 2024.....	13
3.3	Il Piano 2024-2026.....	16
4.	Approccio valutativo e descrizione dei metodi di valutazione.....	18
4.1	I metodi utilizzabili.....	18
4.2	La scelta dell'approccio valutativo.....	19
4.3	Limitazioni e difficoltà della valutazione.....	21
5.	Le Quotazioni di Borsa.....	22
6.	I <i>target prices</i> degli analisti.....	23
7.	L'Unlevered Discounted Cash Flow Analysis ("UDCF").....	23
8.	I Multipli di Borsa.....	25
9.	Conclusioni.....	28

1. L'INCARICO RICEVUTO

1.1 Il diritto di recesso

La presente relazione è stata redatta sulla base dell'incarico conferito in data 20 Novembre 2024 al sottoscritto Prof. Andrea Amaduzzi, Ordinario di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Milano Bicocca, Dottore Commercialista e Revisore Legale, dalla Società Friulchem S.p.A. con sede in Via San Marco 23, 33099, Vivaro (PN) Cod. Fisc. 01307000933 ("Società" o "Friulchem"). In particolare, il Consiglio di Amministrazione di Friulchem S.p.A. intende assumere deliberazioni che saranno sottoposte all'approvazione dell'Assemblea dei Soci della Società e che comporteranno il sorgere del diritto di recesso in capo ai Soci, ai sensi e per gli effetti delle disposizioni di cui all'art. 2437 Cod. Civ. "*Diritto di Recesso*".

In tale contesto, al fine di assumere le proprie autonome determinazioni, in merito alla quantificazione del valore di liquidazione attribuibile alle azioni oggetto di possibile recesso, determinato ai sensi e per gli effetti dell'art. 2437-ter Cod. Civ. "*Criteri di determinazione del valore delle azioni*", la Società ha inteso acquisire un parere da parte di un esperto indipendente ("Esperto"), oggetto della presente relazione.

Quindi, la Società ha richiesto al sottoscritto la redazione di un parere sul valore attribuibile ai fini di recesso alle azioni ordinarie della Società, facendo riferimento ai dati di bilancio desumibili dalla relazione finanziaria consolidata al 30 giugno 2024 e ai dati previsionali desumibili dal Piano 2024-2026 del Gruppo facente capo alla Società ("Piano"), elaborato dal *management* della Società.

1.2 La documentazione raccolta

Ai fini di svolgere l'Incarico, il sottoscritto ha ricevuto e fatto riferimento alla seguente principale documentazione, che è stata assunta e utilizzata senza svolgere alcuna verifica e riscontro, sull'assunto della sua correttezza e veridicità:

- Relazione Finanziaria al 30 giugno 2024 approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 27 settembre 2024 pubblicata sul sito internet di Friulchem allegata alla presente (si veda "<https://www.friulchem.com/wp-content/uploads/2024/09/Relazione-consolidata-semestrale-30-giugno-2024.pdf>");
- piano economico ("Piano 2024-2026") elaborato dal management della Società quale aggiornamento del piano 2023-2025 approvato dal CdA della Società in data 19 dicembre 2022 ("[Piano_2024-2025 Gruppo Friulchem.pdf](#)").

Lo scrivente ha acquisito informazioni pubblicamente disponibili (tra cui Statuto della Società, Visura Camerale della Società) e ha raccolto altra informazione di natura pubblica accedendo alle banche dati FactSet, Bloomberg e S&P Capital IQ.

1.3 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 2024-2026 (di seguito "dati di piano"), contenuti nel Piano 2024-2026 sviluppato a livello consolidato del Gruppo Friulchem, 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 2024-2026 potrebbero avere un impatto anche significativo sui dati presentati. La 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 Friulchem 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 di azioni quotate, costituenti l'intero capitale sociale di Friulchem, 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.

Resta 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 unitario attribuibile alle n. 7.999.750 azioni ordinarie costituenti il capitale società di Friulchem S.p.A. alla data odierna sulla base delle informazioni desumibili dalla situazione patrimoniale della Società al 30 giugno 2024, 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 unitario delle n. 7.999.750 azioni ordinarie Friulchem, prive dell'indicazione del valore nominale, e costituenti, alla data odierna, l'intero capitale sociale della Società. Ciò significa che:
 - 1) l'unità di valutazione è rappresentata da un numero di azioni che, complessivamente considerate, costituiscono l'intero capitale sociale della Società da cui desumere il valore della singola azione;
 - 2) La prospettiva da adottare nella valutazione coincide con quella di un soggetto che acquisisca il totale delle azioni ordinarie di Friulchem. 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 comunque tenendo conto del valore ad essa attribuibile da un "operatore di mercato" (definito anche "partecipante al mercato" (2)) in ipotesi di cessione.
- b) In base all'Incarico ricevuto, la finalità della valutazione è l'espressione di un autonomo parere avuto riguardo alle disposizioni dell'art. 2437-ter Cod. Civ., che disciplinano le modalità di determinazione del valore di liquidazione di azioni di oggetto di recesso. Tale finalità vincola la definizione del valore oggetto di stima. Quest'ultimo deve infatti esprimere il valore che potrebbe essere realizzato dal socio recedente dalla cessione della propria partecipazione in una libera transazione fra parti consapevoli e disponibili, a normali condizioni di mercato, in modo da non penalizzare o favorire né il socio recedente, né gli eventuali acquirenti o la società che provvede al rimborso. La stima deve essere in grado di catturare il valore che il socio che recede ha contribuito a formare, ma al contempo deve essere in grado di lasciare ai soci che non recedono i benefici futuri che l'operazione, che ha legittimato il recesso, dovrebbe generare.
- c) Il contesto della valutazione, infine, è definito dall'incarico ricevuto di esprimere un autonomo parere sul valore attribuibile ai fini di recesso alle azioni ordinarie della Società, tenuto conto della situazione patrimoniale del Gruppo così desumibile dal bilancio infrannuale al 30 giugno 2024 e ai dati previsionali desumibili dal Piano 2024-2026 predisposto dal *management* della Società.

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: IVS - *International Valuation Standards*, "Framework", 2013, § 18-19).

E' qui inoltre opportuno precisare ed evidenziare che:

- 1) la presente relazione di stima non è finalizzata ad esprimere:
 - alcun giudizio sulla ragionevolezza o convenienza della deliberazione che costituisce il presupposto dell'esercizio del diritto di recesso;
 - alcuna raccomandazione di procedere o meno all'esercizio del recesso.
- 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, un parere sul valore attribuibile ai fini di recesso alle azioni ordinarie della Società, nei termini precedentemente indicati.
- 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 (3).

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.

3) Si veda: L. GUATRI, V. UCKMAR, "Linee Guida", pag. 31 e segg.

La configurazione di valore, nel caso in esame, è subordinata alle disposizioni dell'articolo 2437-ter Cod. Civ.. Al riguardo è utile considerare il dettato dell'articolo, che per comodità di lettura si riporta di seguito, e che così recita:

“Il socio ha diritto alla liquidazione delle azioni per le quali esercita il recesso.

Il valore di liquidazione delle azioni è determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni.

Il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo [esclusivo]⁽⁴⁾ riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso. Lo statuto della società con azioni quotate in mercati regolamentati può prevedere che il valore di liquidazione sia determinato secondo i criteri indicati dai commi 2 e 4 del presente articolo, fermo restando che in ogni caso tale valore non può essere inferiore al valore che sarebbe dovuto in applicazione del criterio indicato dal primo periodo del presente comma 2.

Lo statuto può stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio che possono essere rettificati rispetto ai valori risultanti dal bilancio, unitamente ai criteri di rettifica, nonché altri elementi suscettibili di valutazione patrimoniale da tenere in considerazione.

I soci hanno diritto di conoscere la determinazione del valore di cui al secondo comma del presente articolo nei quindici giorni precedenti alla data fissata per l'assemblea; ciascun socio ha diritto di prenderne visione e di ottenerne copia a proprie spese.

In caso di contestazione da proporre contestualmente alla dichiarazione di recesso il valore di liquidazione è determinato entro novanta giorni dall'esercizio del diritto di recesso tramite relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale, che provvede anche sulle spese, su istanza della parte più diligente; si applica in tal caso il primo comma dell'articolo 1349.”.

La configurazione di valore di riferimento nel caso di valutazioni ai fini del recesso è quindi il “valore intrinseco” o “valore fondamentale”, come individuato dalla Dottrina aziendalistica e dalla migliore prassi in materia ⁽⁵⁾. Il valore deve quindi riflettere i benefici economici attesi dalle azioni detenute e a cui rinuncia l'azionista che recede. Il “valore intrinseco” (o “fondamentale”) indica l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento in funzione dei benefici offerti dalla detenzione dei titoli azionari su cui può esercitare il diritto di recesso.

La stima è resa in funzione dei benefici economici che si possono ritrarre dalla partecipazione al capitale della Società nelle sue condizioni correnti (*as is*), senza scontare sinergie specifiche e/o potenziali *upside* non già riflessi nella attuale combinazione aziendale (*stand alone*) e, dunque, in continuità con il percorso delle azioni già implementate dal *management*.

⁴⁾ La parola "esclusivo" è stata soppressa dall'art. 20, comma 3, D. L. 24 giugno 2014, n. 91.

⁵⁾ Si veda anche: Principi Italiani di Valutazione (“PIV”), emanati dall'Organismo Italiano di Valutazione nel 2015.

La Dottrina e la prassi professionale concordano nel ritenere che la scelta del criterio valutativo risulti in funzione delle finalità dell'operazione che ha richiesto la valutazione, della natura della società, del settore di attività in cui essa opera e delle informazioni a disposizione.

Rispetto ai concetti generali sopra richiamati, la configurazione di valore di riferimento soddisfa anche la definizione di “valore oggettivo”, determinabile quale valore normale di mercato.

Il “valore di mercato” o “valore di scambio”, sempre secondo la dottrina ⁽⁶⁾, 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 ⁽⁷⁾.

Inoltre, nel caso in esame, essendo oggetto di determinazione il valore ai fini di recesso di azioni ordinarie quotate in un mercato regolato (seppur non regolamentato) è in ogni caso rilevante considerare quale utile riferimento il prezzo espresso dal mercato.

In particolare le azioni Friulchem sono scambiate sul mercato AIM Italia, Sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A..

I dati identificativi delle azioni Friulchem sono in particolare i seguenti:

Numero di azioni	7.999.750
Codice alfanumerico azioni	FCM
Codice ISIN	IT0005378457

Criteri di valutazione indicati dallo Statuto

Usualmente lo Statuto di una società può prevedere specifiche disposizioni sulle modalità di determinazione del valore di liquidazione ai fini di recesso che possono integrare quelle previste ai sensi della normativa vigente (*ie.* art. 2437-*ter* Cod. Civ.).

Nel caso in esame lo Statuto della Società non prevede particolari disposizioni ai fini della quantificazione del valore di liquidazione ai fini di “Recesso”.

⁶⁾ Si veda sempre: L. GUATRI, V. UCKMAR, “*Linee Guida*”, pag. 31 e segg.

⁷⁾ 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*”.

Infatti, l'art. 12 dello Statuto dispone esclusivamente quanto segue:

“Articolo 12 Recesso

12.1 Il recesso potrà essere esercitato dal socio nei casi previsti da norme di legge. Sintantoché la Società sarà quotata su un sistema multilaterale di negoziazione e non sarà emittente strumenti finanziari diffusi fra il pubblico in misura rilevante ai sensi delle disposizioni normative e regolamentari vigenti, è altresì riconosciuto il diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso all'approvazione delle deliberazioni che comportino l'esclusione dalle negoziazioni. Resta inteso che il diritto di recesso è escluso nelle ipotesi di revoca dalle negoziazioni sull'Euronext Growth Milan per l'ammissione alle negoziazioni delle azioni della società su un mercato regolamentato dell'Unione Europea.

12.2 Non spetta tuttavia il diritto di recesso in caso di proroga del termine di durata della società o di introduzione di limiti alla circolazione delle azioni.”

2.2 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della presente valutazione è il 30 giugno 2024, data di riferimento della Relazione Finanziaria infrannuale di Friulchem S.p.A..

2.3 Requisiti soggettivi dell'esperto incaricato della valutazione

Di seguito si riportano i requisiti soggettivi del soggetto incaricato della valutazione, riguardanti 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;
- partecipa al Gruppo di Lavoro sulla “Valutazione d'azienda” della Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale (SIDREA).

Il sottoscritto dichiara altresì di essere indipendente dai soggetti della Società e dai Soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sulla Società medesima.

3. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI VALUTAZIONE

Come precedentemente chiarito oggetto della stima è il valore attribuibile alla totalità delle azioni ordinarie della società Friulchem S.p.A. (“Friulchem”), pari a n. 7.999.750 azioni ordinarie prive dell’indicazione del valore nominale, dal quale derivare il valore unitario delle azioni ai fini di recesso.

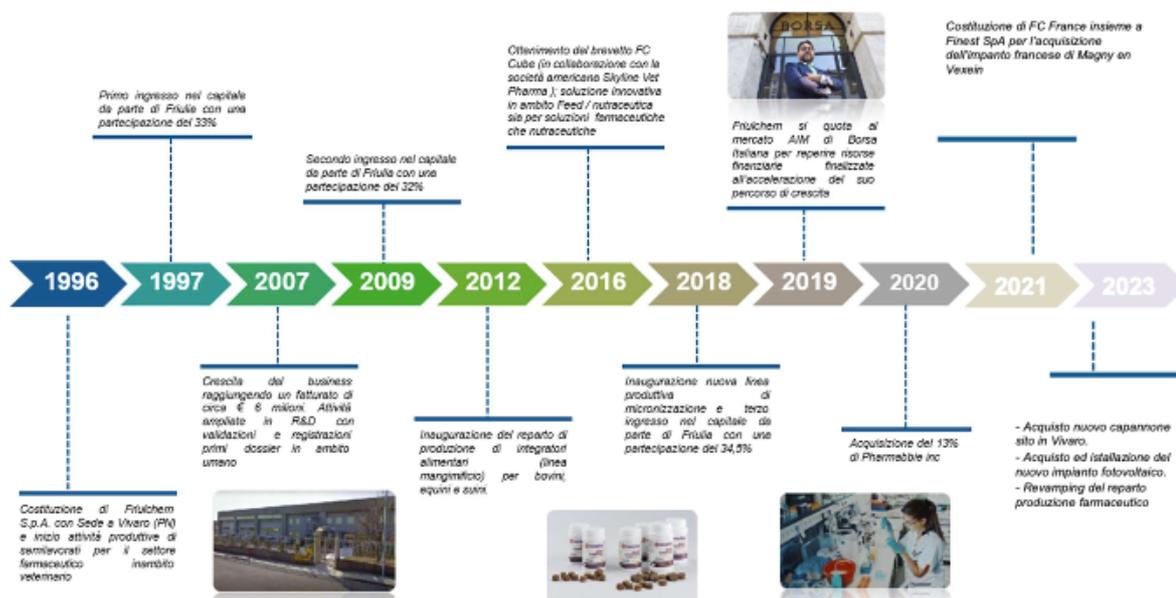
Nel seguito si propone una breve descrizione del Gruppo Friulchem nonché dei principali dati economici patrimoniali e finanziari dello stesso alla data del 30 giugno 2024.

3.1 Breve descrizione di Friulchem S.p.A. e del Gruppo ad essa facente capo

Friulchem S.p.A., la società capogruppo, e la società controllata FC France SAS con la sua controllata Arcanatura SAS operano nel settore chimico farmaceutico (“il Gruppo”).

Il Gruppo ad oggi è uno dei principali operatori italiani attivi a livello internazionale nella ricerca e sviluppo e nella produzione conto terzi di semilavorati e prodotti finiti contenenti sia principi attivi farmaceutici che integratori alimentari per il settore veterinario.

Lo sviluppo del Gruppo sotto il profilo temporale è sintetizzato all’interno della seguente figura.



Fonte: Piano_2024-2025 Gruppo Friulchem.pdf, pag. 5

Come sintetizzato all’interno della Relazione Finanziaria al 30 giugno 2024 Friulchem S.p.A. è una PMI innovativa e uno dei principali operatori italiani attivi a livello internazionale in R&D e nella produzione per conto terzi (CDMO) di semilavorati e prodotti finiti contenenti, prevalentemente:

- principi attivi farmaceutici;
- integratori alimentari;

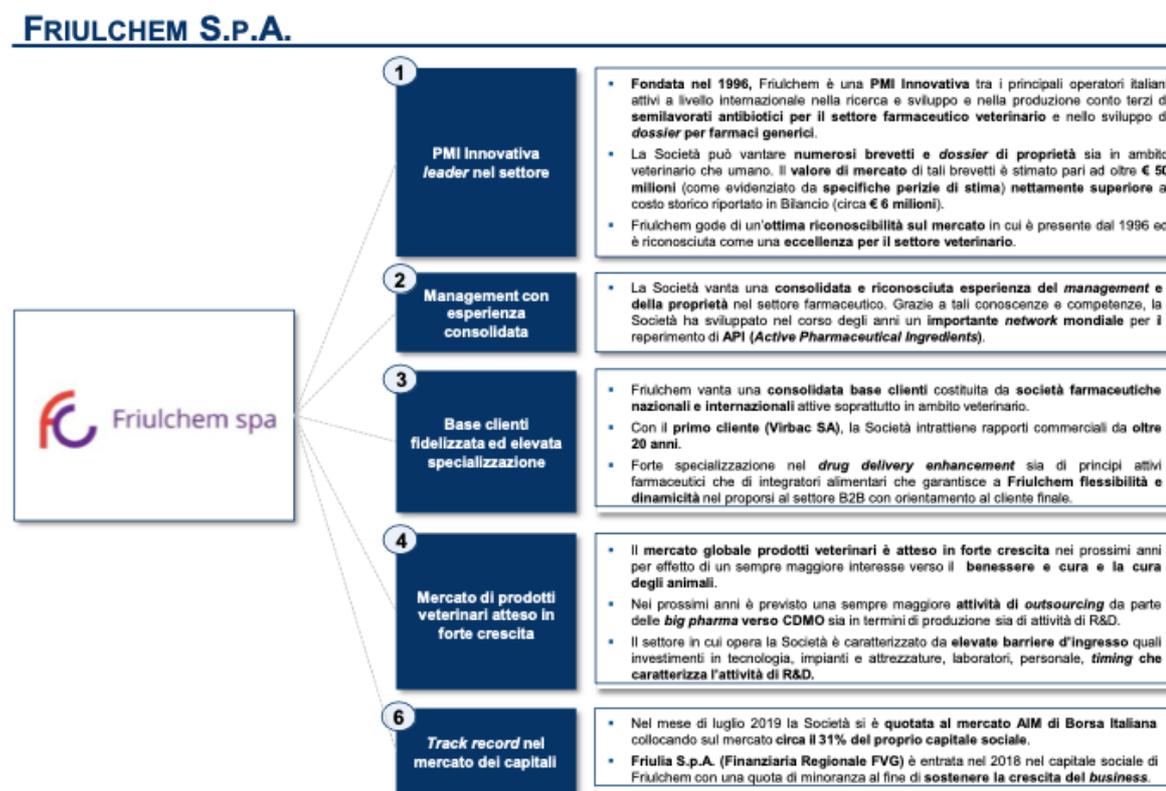
- *drug delivery* per il settore veterinario.

L'attuale focus è la specializzazione in alcune fasi critiche delle lavorazioni delle API per la produzione di semilavorati antibiotici (granuli o polveri per iniettabili) per il settore farmaceutico dell'*Animal Care*.

Nello specifico, il Gruppo opera attraverso due *business units* (BU) rivolgendosi a società farmaceutiche internazionali:

- BU Veterinaria: dedicata alla produzione di semilavorati per l'industria farmaceutica veterinaria. I principali prodotti sono farmaci veterinari utilizzati per animali da reddito. Con lo sviluppo del progetto "FC Cube" (nel seguito meglio descritto), Friulchem prevede nei prossimi anni di affermarsi sempre di più nel mercato dei *pets* (prodotti per animali domestici) grazie a un metodo di produzione alternativo per la produzione di cibo medicamentoso;
- BU Umana: specializzata nello sviluppo di *dossier*/fascicoli per farmaci generici caratterizzati da formulazione ad elevato grado di complessità realizzativa e produttiva. La produzione è esternalizzata presso aziende *partner* con adeguate certificazioni nei propri impianti, mentre la proprietà del fascicolo di formulazione rimane in capo a Friulchem. La divisione comprende anche una linea in ambito dermocosmetico.

La tabella di cui sotto fornisce le informazioni di rilievo del Gruppo in esame.



Fonte: Piano_2024-2025 Gruppo Friulchem.pdf, pag. 4

Friulchem S.p.A. ha sede, uffici e laboratorio farmaceutico a Vivaro (PN) ed uffici amministrativi, commerciali e regolatori a Milano.

La società controllata francese, FC France SAS, ha impianti di produzione per prodotti finiti per l'industria farmaceutica veterinaria, sia *pharma* che nutraceutici.

3.2 Principali dati economici, patrimoniali e finanziari del Gruppo Friulchem alla data di riferimento del 30 giugno 2024

I principali risultati economici e finanziari del Gruppo Friulchem al 30 giugno 2024 così come desumibili dalla Relazione Finanziaria approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 27 settembre 2024, sono come di seguito riassumibili:

1. Ricavi consolidati pari a circa 13,9 €m (circa 15 €m al 30.06.2023);
2. Ebitda positivo per 1,16 €m (circa 0,9 €m al 30.06.2023);
3. Indebitamento finanziario netto pari a circa 12,0 €m (circa 8,6 €m al 31.12.2023);
4. Risultato netto negativo pari a circa 63 mila € (negativo per circa 128 mila € al 30.06.2023).

Per un dettaglio delle singole voci si rimanda alla suddetta Relazione Finanziaria consolidata al 30 giugno 2024, pubblicata sul sito internet di Friulchem (["https://www.friulchem.com/wp-content/uploads/2024/09/Relazione-consolidata-semestrale-30-giugno-2024.pdf"](https://www.friulchem.com/wp-content/uploads/2024/09/Relazione-consolidata-semestrale-30-giugno-2024.pdf)).

La situazione economica a livello consolidato del Gruppo Friulchem, sempre desumibile dalla suddetta documentazione, è di seguito riportata.

CONTO ECONOMICO CONSOLIDATO FRIULCHEM SpA (Dati in Euro/000)	30.06.2023 Consuntivo	30.06.2024 Consuntivo	30.06.2024 vs 30.06.2023	Var %
Business Unit Veterinaria	12.009	10.607	(1.402)	-12%
Business Unit Umana	3.054	3.353	299	10%
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	15.063	13.960	(1.103)	-7%
Altri ricavi caratteristici	243	10	(234)	-96%
Var. rim. prodotti in corso di lavoraz, semilav.e finiti	669	900	231	34%
Incrementi di imm. per lavori interni	305	1.034	729	239%
Altri ricavi	522	554	32	6%
VALORE DELLA PRODUZIONE	16.802	16.456	(346)	-2%
Consumi di mat.prima, sussid. e var. rim.mat.prima e semilav.	(10.320)	(9.738)	(581)	-6%
Costi per servizi	(2.640)	(2.590)	(49)	-2%
Costi per godimento beni di terzi	(335)	(414)	79	24%
Costi del personale	(2.359)	(2.423)	64	3%
Oneri diversi di gestione	(231)	(124)	(107)	-46%
COSTI DELLA PRODUZIONE	(15.884)	(15.290)	594	-4%
EBITDA	918	1.167	249	27%
Margine su VDP (%)	5,5%	7,1%	1,6%	30%
Ammortamenti immateriali	(353)	(256)	(98)	-28%
Ammortamenti materiali	(216)	(353)	137	63%
Svalutazioni di immobilizzazioni e crediti	0	0	0	0%
EBIT	348	558	210	60%
Margine su VDP (%)	2,1%	3,4%	1,3%	64%
Proventi finanziari/(oneri finanziari)	(454)	(619)	165	36%
Risultato ante imposte	(106)	(61)	46	-43%
Imposte sul reddito esercizio	(22)	(3)	19	-87%
Utile (perdita) d'esercizio	(128)	(63)	65	-51%
Risultato di pertinenza del gruppo	(89)	(105)	(15)	17%
Risultato di pertinenza di terzi	(39)	41	80	-205%

Fonte: Friulchem, Relazione Finanziaria al 30 giugno 2024, pag. 9

L'ammontare di indebitamento finanziario netto al 30 giugno 2024 (anche "Posizione Finanziaria Netta") del Gruppo Friulchem, sempre desumibile dalla suddetta documentazione, è di seguito riportato.

Indebitamento Finanziario Netto Consolidato Friulchem SpA (Dati in Euro/000)	31.12.2023 Consuntivo	30.06.2024 Consuntivo	30.06.2024 vs 31.12.2023
A. Cassa	(7)	(7)	0
B. Altre disponibilità liquide	(4.666)	(1.760)	(2.905)
C. Titoli detenuti per la negoziazione	-	-	-
D. Liquidità (A) + (B) + (C)	(4.673)	(1.767)	(2.905)
E. Crediti finanziari correnti	-	-	-
F. Debiti bancari correnti	4.867	4.124	743
G. Parte corrente dell'indebitamento non corrente	-	-	-
H. Altri debiti finanziari correnti	-	-	-
I. Indebitamento finanziario corrente (F)+(G)+(H)	4.867	4.124	743
J. Indebitamento finanziario corrente netto (I) - (E) - (D)	194	2.357	(2.163)
K. Debiti bancari non correnti	5.921	7.422	(1.501)
L. Obbligazioni emesse	2.500	2.188	313
M. Altri debiti non correnti	-	-	-
N. Indebitamento finanziario non corrente (K) + (L) + (M)	8.421	9.609	(1.188)
O. Indebitamento finanziario netto (J) + (N)	8.615	11.966	(3.351)

Fonte: Friulchem, Relazione Finanziaria al 30 giugno 2024, pag. 13

* * *

Infine, sempre rimandando alla Relazione Finanziaria al 30 giugno 2024, la situazione patrimoniale della Gruppo Friulchem è di seguito riportata.

STATO PATRIMONIALE CONSOLIDATO FRIULCHEM SpA (Dati in Euro/000)	31.12.2023 Consuntivo	30.06.2024 Consuntivo	30.06.2024 vs 31.12.2023	Var %
Rimanenze	6.725	8.609	1.885	28%
Crediti vs Clienti	3.848	4.289	442	11%
Debiti vs Fornitori	(10.201)	(11.963)	(1.762)	17%
Acconti	(232)	(65)	167	-72%
CAPITALE CIRCOLANTE COMMERCIALE	139	871	731	526%
Altri crediti e attività non immobilizzate	1.767	1.974	207	12%
Altri debiti	(1.457)	(1.272)	186	-13%
Ratei e Risconti attivi	187	279	92	49%
Ratei e Risconti passivi	(53)	(52)	0	-1%
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	582	1.800	1.217	209%
Immobilizzazioni immateriali	12.195	14.035	1.840	15%
Immobilizzazioni Materiali	5.744	6.022	278	5%
Immobilizzazioni Finanziarie	1.622	1.622	0	0%
ATTIVO FISSO NETTO	19.561	21.679	2.118	11%
CAPITALE INVESTITO LORDO	20.144	23.478	3.335	17%
TFR	(660)	(708)	(48)	7%
Fondi Rischi e Oneri	(392)	(392)	0	0%
CAPITALE INVESTITO NETTO	19.091	22.378	3.287	17%
Debiti v. banche b.t.	4.867	4.124	(743)	-15%
Debiti v. banche e altri finan. m/l termine	8.421	9.609	1.188	14%
Totale Debiti Finanziari	13.287	13.733	446	3%
Disponibilità liquide	(4.673)	(1.767)	2.905	-62%
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA	8.615	11.966	3.351	39%
Capitale sociale	6.279	6.279	0	0%
Riserve	4.568	4.196	(372)	-8%
Risultato d'esercizio	(371)	(63)	308	-83%
PATRIMONIO NETTO	10.476	10.412	(65)	-1%
TOTALE FONTI E PATRIMONIO NETTO	19.091	22.378	3.287	17%

Fonte: Friulchem, Relazione Finanziaria al 30 giugno 2024, pag. 12

Al riguardo si evidenzia come:

1. il Patrimonio Netto, contabile, è pari a circa 10,4 €m.
2. Il Capitale Sociale è interamente costituito da azioni ordinarie, prive dell'indicazione del valore nominale (n. 7.999.750), cui spetta la pienezza dei diritti di voto. Le azioni ordinarie attribuiscono ai loro possessori il diritto di presenziare alle assemblee ordinarie e straordinarie e di partecipare alla ripartizione degli utili netti e al Patrimonio Netto al momento della liquidazione. I titoli sono nominativi.
3. Al 30 giugno 2024, Friulchem non detiene azioni proprie e non ci sono *warrant* in circolazione.

3.3 Il Piano 2024-2026

Il Gruppo Friulchem ha provveduto ad aggiornare il Piano presentato al mercato il 19 dicembre 2022 relativo al periodo 2023-2025 per il triennio 2024-2026 (il “Piano 2024-2026”, elaborato dal management della Società).

Il Piano si basa sulle seguenti azioni fondamentali:

- Lo sviluppo del Progetto “FC-cube®”. La tecnologia brevettata FC-cube® è stata sviluppata da Friulchem per offrire al mercato un nuovo *delivery system* capace di agevolare la somministrazione di compresse a base di integratori alimentari e principi attivi farmaceutici agli animali da compagnia. La tecnologia FC-cube® è la base su cui è stata sviluppata una nuova linea di mangimi complementari di alta qualità per cani e gatti dedicata al loro benessere, in tutte le fasi della loro vita. Friulchem produce una gamma completa che aiuta a mantenere inalterato il naturale benessere dell’organismo degli animali, sostenendoli anche nell’invecchiamento e nel ripristino dell’omeostasi o equilibrio del corpo durante cure e terapie. Friulchem sviluppa, produce e licenzia gli integratori basati su tecnologia FC-cube® sia in *Private Label* che a proprio marchio registrato, Suppleo ®. In Francia i prodotti vengono commercializzati direttamente dalla controllata Arcanatura SA. Il piano industriale prevede un forte aumento dei fatturati riferibili ai prodotti basati su tecnologia FC-cube®;
- La ridefinizione della struttura produttiva del Gruppo al fine di generare un aumento della capacità produttiva per i prodotti nutraceutici/FC-cubes e del Reparto farmaceutico nel sito storico attraverso un investimento complessivo effettuato nel 2023 pari a circa 3,8 €m finalizzato (i) all’acquisto di un nuovo sito produttivo, (ii) alla creazione di un nuovo impianto fotovoltaico, (iii) all’acquisto di nuovi macchinari ed (iv) al *Revamping* del reparto farmaceutico dello stabilimento di Vivaro. La visione strategica e industriale di medio/lungo periodo ha, tra i suoi principali obiettivi:
 1. incrementare il fatturato della BU veterinaria, in particolar modo aumentando il fatturato dei prodotti FCcubes;
 2. la divisione delle produzioni farmaceutiche e nutraceutiche veterinaria in due distinti siti produttivi;
 3. incremento della produttività con nuovi impianti e macchinari;
 4. ridurre i costi di produzione grazie al nuovo impianto fotovoltaico.

Questi nuovi investimenti consentiranno alla Società di:

- avere nuovi clienti per produzioni veterinarie farmaceutiche e per i prodotti FC-cubes nutraceutici;
- diminuire i costi di produzione;
- ampliare l’offerta di produzione e prodotti, in particolar modo per gli FC-cubes nutraceutici.

Gli obiettivi di Piano, da un punto di vista economico e finanziario, sono così sintetizzabili.

- La crescita significativa dei ricavi della BU Veterinaria prevista nei prossimi anni è dovuta alla crescita dei volumi di fatturato dei prodotti FC-cubes;
- Per il biennio 2025-2027 non sono stati calcolati importi per altri ricavi. L'incidenza del *gross margin* sui ricavi totali registrerà una crescita nel prossimo triennio grazie al focus strategico di Friulchem su prodotti a più elevata marginalità;
- I costi del personale saranno sostanzialmente in linea con gli anni precedenti nonostante l'aumento dei fatturati per il miglioramento della produttività a seguito del *revamping* del reparto farma di Vivaro e l'assunzione del personale del biennio 2022-2023;
- L'EBITDA del triennio è in forte crescita grazie all'alta marginalità dei prodotti FC-cubes;
- Immobilizzazioni immateriali: il decremento nel biennio è dato dagli ammortamenti annuali dei cespiti immateriali, al momento non sono stati inseriti nuovi investimenti in Immobilizzazioni immateriali;
- Immobilizzazioni materiali: non sono previsti nel prossimo biennio importanti investimenti materiali;
- Immobilizzazioni finanziarie: non sono previsti nel prossimo biennio movimenti delle Immobilizzazioni finanziarie;
- Rimanenze di magazzino: la crescita del magazzino nel biennio è in conseguenza dell'aumento del fatturato previsto;
- Debiti e crediti commerciali: la crescita dei crediti e dei debiti nel biennio è in conseguenza dell'aumento del fatturato previsto;
- Patrimonio netto: rimane sostanzialmente invariato;
- Posizione Finanziaria Netta: nel biennio è prevista in netto miglioramento in conseguenza degli aumenti dei fatturati e delle marginalità previste nei prossimi anni.

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 coglibili 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 distinte:

- 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 sovra-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, considerati l'oggetto, le finalità e il contesto valutativo di riferimento nonché le limitazioni precedentemente indicate, nel caso in esame è stata compiuta avendo presenti quattro principali elementi:

- a) la finalità della valutazione e l'informazione disponibile;
- b) il bene oggetto di valutazione;
- c) le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione.

In particolare, tenuto conto della finalità della valutazione e delle informazioni disponibili si è sono assunte le seguenti principali scelte metodologiche:

- a) considerato l'oggetto della valutazione (azioni di una Società quotata in un "mercato", sebbene non "regolamentato", ai sensi della normativa vigente) e le finalità della stima, comunque vincolata alle disposizioni dell'art. 2437-ter Cod. Civ. si è deciso preliminarmente di considerare le informazioni desumibili dall'analisi delle quotazioni di borsa. Come già richiamato il suddetto articolo dispone che: *"Il valore di liquidazione delle azioni quotate in mercati regolamentati è determinato facendo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso"*. L'indicazione desumibile dall'applicazione del criterio delle quotazioni di borsa, nel caso in esame, considerata la natura del mercato in cui le azioni della Società sono scambiate, dovrà essere considerata come un'informazione comunque rilevante, anche se non esclusiva, per identificare un limite minimo del valore di liquidazione delle azioni oggetto di recesso;
- b) considerato l'oggetto della stima e le informazioni disponibili si è ritenuto quindi utile e opportuno integrare l'analisi mediante l'applicazione di tre ulteriori approcci valutativi, sulla base delle informazioni disponibili:
 - 1) La considerazione dei *target prices* espressi dagli analisti finanziari. Le valutazioni obiettivo che gli analisti finanziari pubblicano sulle società quotate coperte forniscono infatti un'indicazione sull'aspettativa di valore dei titoli a 12 mesi e sono derivate dall'utilizzo di molteplici metodologie valutative, in funzione delle scelte compiute dal singolo analista di ricerca, ma comunque sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili. Esse, quindi, forniscono un'indicazione di valore in ipotesi di condizioni di svolgimento dell'attività aziendale secondo condizioni condivise dall'analista finanziario, sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili. In tal senso ben si adattano alle finalità e al contesto della presente valutazione.
 - 2) La considerazione di un valore fondamentale desumibile dall'applicazione di un *Income Approach* nella versione dell'*Unlevered Discounted Cash Flow*, ampiamente diffuso nella prassi valutativa per aziende comparabili a quella oggetto di valutazione e applicabile nel caso in esame tenuto conto delle evidenze desumibili dal Piano 2024-2026 consegnatoci.
 - 3) La metodologia dei "Multipli di società quotate comparabili" (cd. "Multipli di Borsa"), che nel caso in esame è considerata adeguata per esprimere un probabile valore medio normale di mercato in ipotesi di ottimizzazione della gestione aziendale, secondo andamenti allineati alla media di settore.

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:

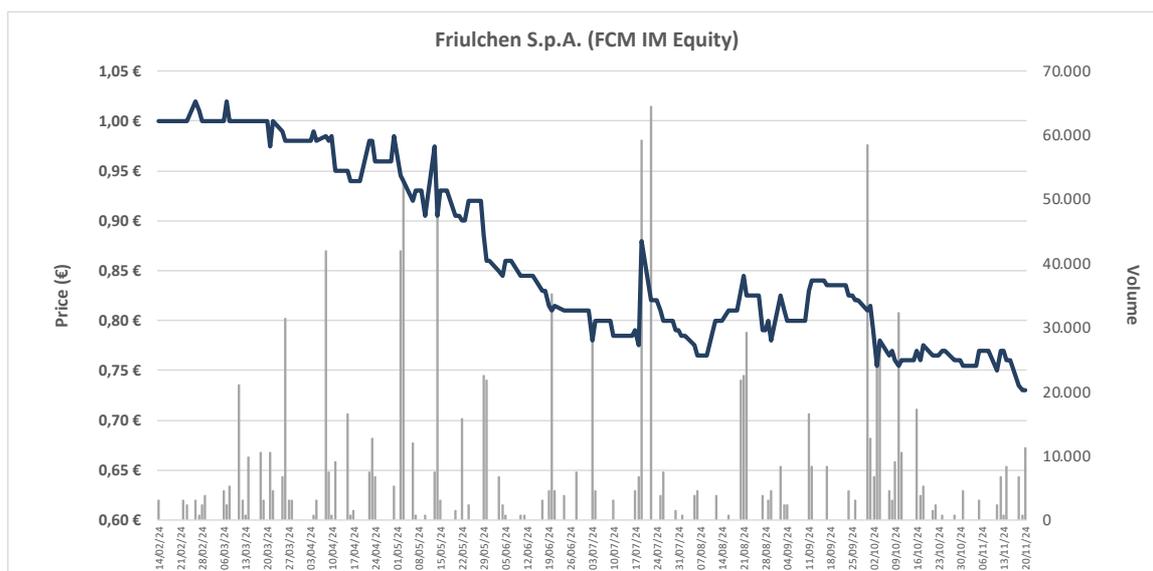
1. Le azioni della Società sono scambiate nel mercato non regolamentato di riferimento spesso con volumi giornalieri ridotti o addirittura nulli. Ciò fa sì che i prezzi di mercato possono fornire una informazione incompleta sul prezzo realizzabile dalla vendita di pacchetti azionari anche significativi.
2. Il numero di analisti finanziari che esprimono *target prices* per le azioni oggetto di valutazione è limitato.
3. I dati desumibili dal Piano 2024-2026 sono subordinati alle strategie poste in essere dalla Società e dalla capacità del *management* di raggiungere gli obiettivi prefissati. Il sottoscritto, conformemente all'Incarico affidato, non ha provveduto a verificare la ragionevolezza delle assunzioni poste alla base dell'elaborazione dei dati previsionali e la modalità di loro costruzione. I risultati ottenuti dalla Società potranno discostarsi anche in modo significativo dai risultati previsionali. Il valore ottenuto dall'applicazione dell'*Income Approach* è comunque subordinato alla ragionevolezza e raggiungibilità dei risultati attesi e desumibili dal Piano 2024-2026.
4. Friulchem è solo parzialmente comparabile con altre società quotate simili, 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.
5. Non sono state individuate transazioni precedenti e recenti aventi per oggetto imprese comparabili, per settore di appartenenza e dimensioni, con Friulchem, che possano esprimere un parametro valutativo utile ai fini della stima di valore di recesso.

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

Nel fare affidamento su analisi finanziarie, proiezioni, ipotesi e previsioni degli analisti di ricerca o da queste derivate, 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 della società e dei settori di attività su cui tali analisi, proiezioni, ipotesi o stime si riferiscono.

5. LE QUOTAZIONI DI BORSA

Da un punto di vista generale il metodo delle “Quotazioni di Borsa” consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate. Tale criterio sottende l’efficienza del mercato in cui l’azienda è quotata e si traduce nella possibilità d’identificare il valore economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici rilevati in opportuni periodi temporali.



Fonte: Nostra elaborazione su dati Bloomberg

Si è così provveduto a quantificare sia la media aritmetica semplice sia la media dei prezzi ufficiali ponderata per i volumi (“PMP”) del titolo Friulchem (*id:* FCM:IM) su un orizzonte temporale di 6 mesi al 20 novembre 2024.

I dati sono di seguito riportati.

Friulchem S.p.A.	Data	Prezzo Ufficiale	PMP (€)
Media prezzi a 6 mesi	20/11/24	0,804 €	0,811 €

Fonte: Nostra elaborazione su dati Bloomberg

Il valore desumibile dalle quotazioni di mercato è quindi ricompreso tra **0,804 €**, considerando la media aritmetica semplice dei prezzi ufficiali, e **0,811 €** considerando la media ponderata per i volumi, al 20 novembre 2024.

6. I TARGET PRICES DEGLI ANALISTI

Come precedentemente chiarito, considerato l'oggetto della stima, si è deciso di integrare le evidenze rivenienti dalle "Quotazioni di mercato", inizialmente considerando i "prezzi obiettivo" ("target prices") espressi dagli analisti finanziari ("equity analysts") che coprono il titolo Friulchem. Al 20 novembre 2024, è disponibile lo studio dell'analista finanziario "Corporate Family Office SIM" emesso in data 11 ottobre 2024 che fornisce la seguente indicazione:

	<i>Target Prices</i>	<i>Rating</i>
<i>Target Price</i>	1,00 €	BUY

7. L'UNLEVERED DISCOUNTED CASH FLOW ANALYSIS ("UDCF")

Come chiarito, come ulteriore metodo, al fine di stimare il valore di liquidazione delle azioni ordinarie di Friulchem S.p.A. si è provveduto ad applicare l'*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis*, sulla base dei dati consolidati desumibili dal Piano 2024-2026 del Gruppo Friulchem.

Preliminarmente la quantificazione del valore attribuibile all'intero capitale sociale di «Friulchem S.p.A.», alla data di riferimento del 30 giugno 2024, è avvenuta in base all'applicazione del metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (di seguito anche «UDCF»).

La formula utilizzata è stata la seguente.

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCFO_t}{(1 + Wacc)^t} + \frac{Vf}{(1 + Wacc)^n} + FA_0 - PFN_0 - M$$

dove:

V_0 = Valore del capitale proprio aziendale (*Equity Value*) alla data di riferimento della stima (0);

$FCFO_t$ = *Free Cash Flow from Operations*, Flusso di cassa netto generato dall'attività operativa dell'impresa, monetariamente ottenibile al momento t, così come desumibile dai dati di Piano 2024-2026;

n = 2,5 anni (1° luglio 2024-31 dicembre 2026). Numero di periodi di previsione analitica dei flussi di cassa futuri;

Wacc = Costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*), quantificato pari a 10,86%. In particolare, il Wacc è stato determinato sulla base della formula di calcolo seguente:

$$Wacc = i_e \frac{E}{E + D} + i_d (1 - t) \frac{D}{E + D}$$

dove:

ie = costo del capitale proprio;

id = costo del capitale di terzi;

t = aliquota d'imposta societaria (IRES, pari a 24%);

$E/(E+D)$ = peso percentuale del capitale proprio sul totale del capitale operativo;

$D/(E+D)$ = peso percentuale del capitale di terzi sul totale del capitale operativo;

FA_0 = *Financial Assets* detenuti dal Gruppo Friulchem alla data di riferimento del 30 giugno 2024;

PFN_0 = Posizione finanziaria netta del Gruppo Friulchem alla data di riferimento del 30 giugno 2024;

M = Valore attribuibile alle partecipazioni di terzi in società del Gruppo Friulchem;

V_f = Valore finale dell'impresa dopo il periodo di previsione analitica. Esso è stato, in particolare, determinato nel modo seguente:

$$V_f = \frac{\overline{FCFO}x(1 + g)}{(Wacc - g)}$$

dove:

\overline{FCFO} = Flusso di cassa normalizzato che si ritiene generabile dall'attività operative dell'impresa nel medio lungo termine, alla fine del periodo di previsione analitica (anno 2026);

g = *Growth rate*, tasso di crescita di lungo termine, assunto considerate le caratteristiche del settore in cui opera la società, pari a 2%, pari al tasso di inflazione di lungo termine basato sulle attuali previsioni medie di mercato ⁽⁸⁾.

La quantificazione del valore dell'*Equity Value* al 30 giugno 2024 è quindi riportata nella seguente tabella.

UDCF - € '000	
Valore Unlevered	17.886
Financial asset (30.06.2024)	1.627
PFN (30.06.2024)	(11.966)
Minority interests (30.06.2024)	(291)
Equity Value al 30.06.2024	7.256

8) Si veda, per tutti: INTERNATIONAL MONETARY FUND (IMF), “*Inflation rate, end of period consumer prices*”, forecast Italy 2029, Aprile 2024.

I risultati ottenuti sono stati sottoposti ad un'analisi di sensitività, facendo variare di +/-50 *basis points* il Tasso di attualizzazione (Wacc) e il tasso di crescita (g). I risultati raggiunti sono rappresentati nella seguente tabella.

Equity value		Actualization Rate				
		9,88%	10,38%	10,88%	11,38%	11,88%
Growth Rate	1,0%	7.470	6.555	5.732	4.990	4.317
	1,5%	8.381	7.362	6.453	5.637	4.900
	2,0%	9.407	8.267	7.256	6.353	5.543
	2,5%	10.573	9.286	8.154	7.150	6.254
	3,0%	11.909	10.445	9.167	8.043	7.046

Al fine di determinare quindi il valore attribuibile alla singola azione ordinaria Friulchem il valore così ottenuto è stato diviso per il numero di azioni in circolazione.

Il calcolo è il seguente:

UDCF - €	
Equity Value at 30.06.2024	7.256.000
Numero azioni	7.999.750
Valore ad azione	0,907

Sulla base dell'applicazione del metodo finanziario ad un'azione ordinaria di Friulchem S.p.A. è quindi attribuibile il valore di **0,907 Euro**.

8. 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, soprattutto in termini di obiettività, assumere a riferimento il campione di imprese considerate comparabili a Friulchem dalla banca dati *Capital IQ, Standard & Poor's* (“S&P”), limitatamente al settore d'appartenenza.

In particolare S&P classifica Friulchem (BIT: FCM) nell'ambito dell'indice di settore: “*Pharmaceutical: Veterinary Drugs*”.

Da tale campione (costituito da n. 16 società) sono state escluse le società per le quali non sono disponibili i dati rilevanti per l'applicazione del metodo, nella versione prescelta, o che forniscono dati non significativi ⁽⁹⁾. Residuano quindi, oltre a Friulchem, n. 11 società, di seguito identificate.

	Company Name	Ticker
1	Animalcare Group plc	AIM:ANCR
2	Antibiotice S.A.	BVB:ATB
3	Biotika a.s.	BSSE:1BSL01AE
4	Deva Holding A.S.	IBSE:DEVA
5	ECO Animal Health Group plc	AIM:EAH
6	Faes Farma, S.A.	BME:FAE
7	Krka, d. d.	LJSE:KRKG
8	Orion Oyj	HLSE:ORNBV
9	Swedencare AB (publ)	OM:SECARE
10	Vetoquinol SA	ENXTPA:VETO
11	Virbac SA	ENXTPA:VIRP

Fonte: S&P Capital IQ

Per quanto riguarda la scelta del multiplo (o moltiplicatore), considerate le caratteristiche proprie del settore e della prassi di mercato, si è fatto riferimento al multiplo *asset side* EV/Ebitda ⁽¹⁰⁾.

In particolare:

1. Si è considerato, per le società ricomprese nel campione selezionato, il multiplo (EV/EBITDA) fornito da S&P e disponibile alla data del 20 novembre 2024.
2. Si è quindi considerato il dato di sintesi “mediano” del valore del multiplo per il campione considerato; tale scelta risulta condivisibile per settori in cui le imprese adottano modelli di *business* sostanzialmente uniformi, come nel caso in esame, e quando si ritiene che l'impresa *target* sarà in grado di assumere un “posizionamento mediano” 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.

⁹⁾ In particolare sono state escluse le seguenti società: Coretech 5 Société anonyme, Labiana Health, S.A., Lipidor AB (publ), MedinCell S.A..

¹⁰⁾ In particolare, si è fatto riferimento al dato S&P Capital IQ: “IQ_TEV_EBITDA – FY”.

Multipli Campione di imprese comparabili	
	Mediana
<i>EV/Ebitda FY</i>	10,33 x

Sulla base del valore mediano del multiplo, espresso dal campione di imprese considerate è stato quindi possibile determinare il valore attribuibile a Friulchem, alla data di riferimento della stima.

A tal fine:

1. Si è fatto riferimento ai dati di Ebitda per l'anno 2024, desumibili dal Piano 2024-2026.
2. Sulla base dei multipli mediani desumibili dal campione di imprese comparabili considerate è stato quindi determinato l'EV di Friulchem alla data di riferimento del 30 giugno 2024. La scelta della mediana è sicuramente appropriata considerata la numerosità del campione considerato e la dispersione dei multipli osservabili;
3. Al fine di pervenire al solo valore economico del patrimonio netto di Friulchem (cd. *Equity Value*), è stata quindi dedotta la Posizione Finanziaria Netta e il valore attribuibile alle minoranze stimate alla data di riferimento.
4. Al fine di determinare quindi il valore attribuibile alla singola azione ordinaria Friulchem il valore così ottenuto è stato diviso per il numero di azioni in circolazione.

Nel seguito si riportano le tabelle rappresentative.

Multipli di mercato - € '000	
<i>EV/EBITDA (FY) Mediano</i>	<i>10,33 x</i>
EBITDA Friulchem S.p.A. 2024	1.728
Financial asset (30.06.2024)	1.627
Enterprise value	19.477
Minority Interests (30.06.2024)	(291)
PFN (30.06.2024)	(11.966)
Equity Value al 30.06.2024	7.220

Il valore attribuibile ad azione perseguito dietro applicazione del metodo dei moltiplicatori è rappresentato nella seguente tabella.

Multipli di mercato - €	
Equity Value al 30.06.2024	7.220.000
Numero azioni	7.999.750
Valore ad azione	0,903

Sulla base dei risultati così ottenuti il sottoscritto ritiene possibile affermare che il valore attribuibile ad un'azione del Gruppo è pari, anche in questo caso, a circa **Euro 0,903**.

9. 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:

Il valore di liquidazione ai fini di recesso ("Valore di Recesso") di un'azione ordinaria di Friulchem S.p.A. può essere considerato congruo da un punto di vista finanziario se compreso tra: un minimo di 0,811 Euro e un massimo di 1,000 Euro, con un valore centrale pari a circa 0,907 Euro.

Milano, 3 dicembre 2024

Prof. Andrea Amaduzzi

