

**Progetto di fusione per incorporazione di Esi S.p.A.
in Innovatec S.p.A.**

RELAZIONE DELL'ESPERTO COMUNE ai sensi degli artt. 2501 e 2501 sexies,
comma 4, c.c. sul Rapporto di Cambio delle azioni

Alla cortese attenzione degli Azionisti di

Innovatec S.p.A.
Via Giovanni Bensi 12/5
20152 - Milano

p.c.
ESI S.p.A.
Viale Luigi Schiavonetti, 290
00173 - Roma

Milano, 03 luglio 2026

OGGETTO: RELAZIONE DELL'ESPERTO COMUNE AI SENSI DEGLI ARTT. 2501 E 2501 SEXIES, COMMA 4, C.C. SUL RAPPORTO DI CAMBIO DELLE AZIONI

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione (la "**Fusione**") di ESI S.p.A ("**ESI**" o "**Società Incorporanda**") in Innovatec S.p.A. ("**Innovatec**" o "**Società Incorporante**" e, congiuntamente con ESI, le "**Società Partecipanti alla Fusione**" o le "**Società**"), in data 11 giugno 2026 siamo stati nominati dal Tribunale di Milano, su istanza presentata in data 27 maggio 2026 da ESI e Innovatec, quale esperto comune per la redazione della relazione (la "Relazione") sulla congruità del Rapporto di Cambio delle azioni della Società Incorporante con le azioni della Società Incorporanda (il "**Rapporto di Cambio**"), ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile.

A tal fine abbiamo ricevuto da Innovatec il progetto di fusione relativo alla fusione per incorporazione di ESI in Innovatec (il "**Progetto di Fusione**") elaborato congiuntamente dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione ed approvato in data **26 giugno 2026**, corredato da apposita relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Innovatec, approvata in data **26 giugno 2026**, che illustra, giustifica e motiva, ai sensi dell'art. 2501 ter del Codice Civile, il Rapporto di Cambio (la "**Relazione degli Amministratori**").

Si specifica che le situazioni patrimoniali di riferimento considerate ai fini della Fusione, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501-quater del Codice Civile, sono i bilanci al **31 dicembre 2025** delle società partecipanti alla Fusione, come approvati dalle assemblee degli azionisti rispettivamente di ESI e di Innovatec tenutesi entrambe in data 30 aprile 2026.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione della Assemblea Straordinaria degli Azionisti di ESI ed Innovatec (la "**Assemblea Straordinaria**"), che sono state convocate contestualmente per il giorno **04 agosto 2026**.

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dal Consiglio di Amministrazione delle Società partecipanti alla Fusione, con l'ausilio di Envent Italia SIM S.p.A., quale *advisor* finanziario, per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dai Consigli di Amministrazione delle Società partecipanti alla Fusione a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

MILANO ANCONA BARI BOLOGNA BRESCIA BRINDISI FIRENZE GENOVA
NAPOLI PADOVA PALERMO PIACENZA PISA ROMA TORINO TREVISO

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione. Tali valutazioni sono state svolte dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione e dai consulenti da essi incaricati.

Come anticipato, al fine della predisposizione delle valutazioni volte alla determinazione del Rapporto di Cambio, dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione hanno tenuto conto delle relazioni predisposte, in qualità di advisor economico-finanziario, da EnVent Italia SIM S.p.A. ("**EnVent**") il quale ha fornito il proprio parere, in data 25 maggio 2026, ai Consigli di Amministrazione delle Società partecipanti alla Fusione (il "**Parere**").

Si specifica altresì che EnVent ricopre il ruolo di Euronext Growth Advisor (anche "**EGA**") per entrambe le società mentre, da un lato Banca Finnat e dall'altro MIT SIM S.p.A. ricoprono il ruolo di Specialist rispettivamente per Innovatec ed ESI. Inoltre, nel contesto dell'operazione le Società si sono avvalse anche dell'assistenza dello Studio Chiomenti per gli aspetti legali e di Computershare S.p.A. per la gestione operativa del servizio di aumento di capitale.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità dell'operazione di fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse nella Relazione degli Amministratori.

2. Sintesi dell'operazione

In data **26 maggio 2026**, Innovatec S.p.A. e ESI S.p.A., entrambe quotate sul mercato Euronext Growth Milan ("**EGM**"), hanno reso noto di aver sottoscritto un accordo vincolante (l'"**Accordo di Fusione**") relativo alla fusione per incorporazione di ESI in Innovatec da eseguirsi a valle del completamento dell'Aumento di Capitale Innovatec (anche "**AuCap**") deliberato, in medesima data, dal Consiglio di Amministrazione di Innovatec (complessivamente l'"**Operazione**"), con l'obiettivo di dare vita a un nuovo player integrato nei settori dell'efficienza energetica, delle energie rinnovabili e delle soluzioni tecnologiche ad alto valore aggiunto.

Con riferimento al citato AuCap, lo stesso è stato concluso in data **24 giugno 2026**. Per effetto dello stesso, il capitale sociale di Innovatec deliberato e sottoscritto è pari ad € 17.727.776,55 e quello sottoscritto e versato è pari ad € 14.988.780,02, diviso in numero 137.253.646 azioni ordinarie, prive di valore nominale espresso. Allo stesso tempo, il capitale sociale di ESI sottoscritto e versato è pari ad Euro 1.077.342,09, diviso in numero 7.527.365 azioni ordinarie, prive di valore nominale espresso; di queste, Innovatec detiene un numero pari a 2.442.515 azioni ordinarie di ESI, corrispondenti al 32,45% del capitale sociale della stessa.

Nello specifico, lo scopo dell'Operazione è quello di semplificare la struttura partecipativa e di ottimizzare le sinergie tra Innovatec ed ESI, tenuto conto della matrice industriale e della sovrapposizione del mercato di riferimento, con l'obiettivo di creare un gruppo di rilevanza nazionale nel settore, capace di valorizzare appieno le potenzialità delle singole società.

Dunque, il principale effetto dell'Operazione si sostanzia nella costituzione di un operatore integrato nel mercato della transizione energetica, in grado di presidiare l'intera catena del valore dell'energia sostenibile. Più nello specifico, lo scopo del Gruppo è quello di valorizzare gli asset in portafoglio attraverso la cessione a terzi di impianti fotovoltaici sia prima sia dopo la loro realizzazione, affiancando a tale attività i servizi di *Engineering, Procurement e Construction* ("**EPC**"), *revamping e system integration*, fino alla gestione diretta degli impianti in qualità di *Independent Power Producer* ("**IPP**") e alla commercializzazione di energia rinnovabile a mercato e/o tramite specifici *Power Purchase Agreements* ("**PPA**") e/o tramite anche la partecipata al 30%, Frisbi S.r.l.).

Pertanto, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione hanno elaborato congiuntamente un progetto di fusione (il "**Progetto di Fusione**") al fine di realizzare quanto sopra descritto.

Il Progetto di Fusione regola, *inter alia*, i termini dell'operazione, gli obblighi reciproci delle parti in relazione alla Fusione e le condizioni sospensive a cui è condizionata la realizzazione dell'operazione e l'efficacia della Fusione stessa.

Per effetto della Fusione, ESI sarà incorporata in Innovatec e cesserà di esistere come entità autonoma. Di conseguenza, Innovatec acquisirà tutte le attività e assumerà tutte le passività, nonché gli altri rapporti giuridici, di ESI a titolo universale.

Il Progetto di Fusione evidenzia inoltre che lo Statuto post-Fusione (anche il "**Nuovo Statuto**"), allegato allo stesso, della Società Incorporante, entrerà in vigore alla c.d. "**Data di Efficacia**" (quest'ultima definita come la data indicata nell'atto di Fusione, che potrà coincidere o essere successiva a quella dell'ultima delle iscrizioni al Registro delle Imprese di cui all'articolo 2504-bis del Codice Civile).

Come specificato nel Progetto di Fusione, l'esecuzione della stessa mediante la stipula dell'atto di fusione relativo alla Fusione (l'**Atto di Fusione**) è condizionata all'avveramento (o alla rinuncia, a seconda dei casi) da parte delle società partecipanti alla Fusione, ove consentito dalle applicabili disposizioni, delle seguenti condizioni sospensive (le "**Condizioni Sospensive**"):

- (i) l'ottenimento da parte di ESI, del consenso preventivo alla Fusione da parte di taluni istituti finanziari entro la data di stipula dell'Atto di Fusione;
- (ii) l'attestazione della congruità del Rapporto di Cambio da parte dell'esperto comune incaricato di redigere la relazione ai sensi dell'articolo 2501-sexies del Codice Civile;
- (iii) mancata approvazione, emissione, promulgazione, attuazione o presentazione da parte di alcun tribunale competente di qualsivoglia provvedimento o atto in corso di validità che vieti o sospenda l'esecuzione della Fusione secondo quanto ivi previsto e nessun provvedimento sia stato approvato, promulgato o attuato da alcun tribunale competente che abbia l'effetto di proibire o rendere invalida l'esecuzione della Fusione.

Qualora, per qualsivoglia ragione, le Condizioni Sospensive non dovessero avverarsi entro il termine previsto e, in ogni caso, qualora la Fusione non abbia esecuzione entro il 31 dicembre 2026 (tale termine da intendersi come finale ed essenziale ai sensi e per gli effetti dell'articolo 1457 del codice civile nell'interesse di entrambe le Società), il Progetto di Fusione dovrà intendersi privo di efficacia e le Società Partecipanti alla Fusione saranno liberate dalle obbligazioni ivi previste.

Resta inteso che, in aggiunta alle Condizioni Sospensive di cui sopra, prima della data di sottoscrizione dell'Atto di Fusione, dovranno essere state perfezionate tutte le formalità preliminari alla Fusione.

Inoltre, ESI e Innovatec sono tenute a comunicare tempestivamente al mercato le informazioni rilevanti relative al soddisfacimento o al mancato avveramento delle Condizioni Sospensive di cui sopra, in conformità alle disposizioni legislative e regolamentari applicabili.

3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Innovatec e da ESI i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) il Progetto di Fusione e la Relazione degli Amministratori che verrà presentata all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti, che propongono il seguente Rapporto di Cambio:
 - ▶ **n. 36 (trentasei) azioni ordinarie di Innovatec, prive di indicazione del valore nominale, ogni n. 5 (cinque) azioni ordinarie di ESI, prive di indicazione del valore nominale.**

Il Rapporto di Cambio, determinato in misura pari a 7,2, non prevede conguagli in denaro.

Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione avvalendosi anche delle indicazioni risultanti dai Pareri dell'*Advisor* Finanziario, di cui al successivo **punto b)**.

La Relazione degli Amministratori espone i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;

- b) il Parere datato 25 maggio 2026 emesso da EnVent a favore di Innovatec ed ESI (il "**Parere**") ed i relativi file di calcolo sottostanti;
- c) l'Accordo di Fusione sottoscritto in data 26 maggio 2026 da Innovatec e ESI, che regola e disciplina, tra le altre cose, le attività propedeutiche e/o funzionali alla realizzazione della Fusione, la gestione interinale delle Società Partecipanti alla Fusione pendente detta procedura e la *corporate governance* della società risultante dalla Fusione;
- d) il bilancio di esercizio e il bilancio consolidato di Innovatec al 31 dicembre 2025, predisposti in conformità ai principi contabili di riferimento e assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione Ernst & Young (anche "**EY**") S.p.A., la cui relazione di revisione è stata emessa in data 15 aprile 2026 con *Clean Opinion*;
- e) il bilancio di esercizio e il bilancio consolidato di ESI al 31 dicembre 2025, predisposti in conformità ai principi contabili di riferimento e assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione Ernst & Young S.p.A., la cui relazione di revisione è stata emessa in data 14 aprile 2026 con *Clean Opinion*;
- f) il documento denominato "*Piano Innovatec Energy spalla fine anno 2025_v40_IPP_18 marzo 2026 PER IL PERITO BOMPANI*" di Innovatec (il "**Business Plan Innovatec**") redatto dal proprio *management* e approvato dal relativo Consiglio di Amministrazione in data 26 maggio 2026;
- g) il documento denominato "*12 ESI_BP-2025-2028_DEF*" di ESI (il "**Business Plan ESI**") redatto dal proprio *management* e approvato dal relativo Consiglio di Amministrazione in data 21 maggio 2026;
- h) visure societarie di Esi ed Innovatec pre-fusione;
- i) lo statuto vigente di Innovatec e lo statuto della società risultante dalla Fusione;
- j) i verbali dei Consigli di Amministrazione e delle Assemblee di Innovatec;
- k) i comunicati stampa emessi dalle Società Partecipanti alla Fusione in relazione alla Fusione;
- l) informazioni pubbliche ed informazioni finanziarie di mercato, quali dati economico-finanziari, prezzi di borsa, andamento delle quotazioni di borsa e volumi di scambio dei titoli Innovatec ed ESI e delle società quotate operanti in settori comparabili;
- m) ulteriori informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico.

Abbiamo infine ottenuto attestazioni che, per quanto a conoscenza del Consiglio di Amministrazione di Innovatec ed ESI, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, ai fini della propria valutazione del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione delle Società partecipanti alla Fusione hanno tenuto conto della relazione predisposta, in qualità di advisor economico-finanziario, da EnVent, che ha fornito il proprio Parere, in data 25 maggio 2026, al Consiglio di Amministrazione di Innovatec ed ESI.

I Consigli di Amministrazione delle Società partecipanti alla Fusione, anche sulla base delle indicazioni del proprio *Advisor* Finanziario, hanno adottato metodi di valutazione comunemente utilizzati per operazioni di tale natura e ritenuti adeguati alle caratteristiche di ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione.

4.1. Scelta dei metodi e criteri di valutazione

Nella fusione tra società, l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente Rapporto di Cambio. Lo scopo principale della valutazione è pertanto rappresentato – più che dalla stima dei valori assoluti del capitale economico delle società coinvolte – dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Le società oggetto dell'operazione devono quindi essere valutate in accordo a criteri omogenei, al fine di rendere pienamente raffrontabili i risultati delle attività valutative.

La valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio è stata effettuata dagli Amministratori di Innovatec ed ESI secondo i principi utilizzati nella prassi professionale e i metodi utilizzati per operazioni di analoga tipologia ed entità.

In primo luogo, i Consigli di Amministrazione hanno seguito il principio di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati: nell'ambito di un'operazione di fusione, infatti, le valutazioni non sono finalizzate alla determinazione dei valori economici assoluti delle Società partecipanti alla Fusione, quanto piuttosto all'ottenimento, attraverso l'applicazione di metodologie e assunzioni omogenee, di valori tra loro confrontabili al fine di determinare il Rapporto di Cambio.

In secondo luogo, l'analisi degli Amministratori si è basata su perimetri autonomi per ciascuna delle Società Partecipanti alla Fusione (ossia in ottica c.d. *standalone*). L'impatto delle potenziali sinergie attese dall'aggregazione non è stato preso in considerazione in quanto tali sinergie si potranno iniziare a concretizzare solamente quando l'operazione verrà completata.

Si specifica che la valutazione di Innovatec è stata condotta in ottica c.d. "*fully diluted*" ossia assumendo la totale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale e l'integrale conversione in equity del residuo debito convertendo pari a Euro 9,8 milioni ("Debito Convertendo") al medesimo prezzo dell'Aumento di Capitale.

Non sono stati considerati gli effetti potenzialmente "diluitivi" sul rapporto di cambio derivanti dall'esercizio dei n. 3.011.242 Warrant Innovatec 2023-2026 ("**Warrant**") attualmente in circolazione, il cui esercizio è ritenuto da Innovatec un evento aleatorio nella sua quantificazione, trattandosi di un evento futuro e fuori dal controllo della società, e altamente improbabile, anche in considerazione del fatto che alla data della Relazione le quotazioni del titolo Innovatec sono ampiamente inferiori rispetto al costo per l'esercizio del Warrant e conseguentemente non ne risulta conveniente l'esercizio previsto il periodo compreso tra 5 ottobre 2026 e il 30 ottobre 2026 compresi (3° e ultimo Periodo di Esercizio). In particolare, il prezzo di esercizio rettificato del Warrant post AuCap risulta pari Euro 0,787 rispetto ad una quotazione di borsa dell'azione Innovatec alla data

odierna di circa 0,19 ad azione. A riguardo si segnala che nel periodo dal 6 ottobre 2025 al 30 ottobre 2025 sono stati convertiti n. 515 Warrant pari allo 0,017% dei Warrant in circolazione (l'esercizio ha comportato l'emissione di n. 515 nuove azioni pari allo 0,00053% del totale).

4.2. Descrizione delle metodologie utilizzate

Come descritto nella Relazione degli Amministratori, quanto ai metodi, nell'ambito di una generale revisione delle metodologie valutative previste dalla dottrina ed utilizzate nella migliore prassi per operazioni similari, gli Amministratori ritengono che per esprimere la congruità del Rapporto di Cambio proposto debbano essere prese in considerazione le seguenti metodologie:

- metodo analitico: **Unlevered Discounted Cash Flow** (anche "DCF" o "UDCF")
- metodi di mercato: **Analisi dei Prezzi di Borsa**

Nello specifico, quanto al metodo analitico, l'**Unlevered Discounted Cash Flow** è comunemente ritenuto il più razionale e collaudato, in quanto pone enfasi sulla capacità di generazione di valore per gli azionisti. Il metodo DCF considera i flussi di cassa come determinante del valore aziendale in quanto, superando i limiti connessi ai risultati contabili, permette di stimare la dinamica del capitale circolante e degli investimenti in attività fisse come effetto degli andamenti economici e delle prospettive, rispetto alle voci contabili che rappresentano, invece, un attivo netto di natura contabile legato ad andamenti storici e poco adatto ad essere interpretato come misura di performance aziendale.

Con riferimento, di contro, al **metodo di mercato**, lo stesso è stato ritenuto opportuno in quanto Innovatec ed ESI sono entrambe società quotate; ne consegue che l'analisi dei valori, e quindi dei concambi, con metodi di mercato, viene effettuata, in coerenza con la prassi professionale, analizzando le quotazioni di Borsa con riferimento a diversi periodi temporali e privilegiando il ricorso a medie delle quotazioni per maggiore attendibilità.

4.2.1 Discounted Cash Flow (DCF)

Tale metodologia è volta a calcolare il valore attuale dei flussi di cassa operativi che si stima Innovatec e ESI, in ipotesi per entrambe di autonomia gestionale, possano generare in futuro, utilizzando come basi prospettiche di riferimento i piani industriali sviluppati da entrambe le Società Partecipanti alla Fusione.

L'utilizzo del metodo dei flussi di cassa si basa universalmente sull'individuazione di una serie di variabili determinate in relazione ad un arco di tempo assunto per la valutazione.

Le variabili suddette sono riferite a:

- ▶ Flussi di cassa prospettici delle Società Partecipanti alla Fusione, derivati dai piani industriali stand-alone di Innovatec e ESI, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione rispettivamente in data 26 maggio e 21 maggio 2026.

Nel caso specifico, per il periodo di previsione esplicita (i.e. 2026-2028) per entrambe le società sono stati considerati i flussi di cassa puntuali delle due Business Unit (anche "BU") delle Società, ossia:

- Innovatec: (i) Business Unit RESS e (ii) Business Unit IPP;
- ESI: (i) Business Unit EPC/System Integration e (ii) Business Unit IPP;

- ▶ Valore delle Società Partecipanti alla Fusione, a conclusione dell'arco di tempo coperto dai piani industriali assunto ai fini della valutazione ("**Terminal Value**"), normalmente stimato sulla base dei flussi di cassa medi normalizzati e di un tasso di crescita perpetuo ("**g**").
Con particolare riferimento alla stima del Terminal Value si specifica che:
 - Innovatec: il Terminal Value complessivo è stato determinato quale la somma delle due componenti riferite alle due Business Unit (i) RESS e (ii) IPP.
Nel primo caso (i.e. RESS) è stato stimato un Terminal Value sulla base dei flussi di cassa del periodo di proiezione esplicita, depurati dall'attività di IPP e adeguatamente normalizzati. Nel caso della BU IPP, di contro, il Terminal Value è stato stimato sulla base dei flussi prospettici unlevered degli impianti fotovoltaici come risultanti dai Business Plan sottostanti riferiti ai singoli impianti, attualizzati lungo un orizzonte temporale pari alla vita utile residua degli impianti stessi (i.e. dal 2029 al 2058) ad un WACC specifico;
 - ESI: coerentemente, anche in questo caso, il Terminal Value complessivo è stato determinato quale la somma delle due componenti riferite alle due Business Unit (i) EPC/System Integration e (ii) IPP.
Nel primo caso (i.e. EPC/System Integration) è stato stimato un Terminal Value sulla base dei flussi di cassa del periodo di proiezione esplicita, depurati dall'attività di IPP e adeguatamente normalizzati.
Nel caso della BU IPP, di contro, non disponendo di piani di dettaglio per i singoli impianti è stata elaborata una proiezione autonoma dei flussi prospettici *unlevered* degli impianti fotovoltaici lungo un orizzonte temporale pari alla vita utile residua degli impianti stessi (i.e. dal 2029 al 2058), attualizzati ad un WACC specifico ai fini della determinazione del Terminal Value.
- ▶ Tasso di sconto dei flussi di cassa prospettici ("**WACC**") ovvero il costo medio ponderato del capitale. Nello specifico, per la stima del WACC sono stati considerati per ogni singola Business Unit:
 - il rendimento di titoli privi di rischio a medio termine;
 - un premio per il rischio di mercato ponderato per fattori di rischio *firm specific*;
 - il beta specifico delle Società confrontandolo di volta in volta con il beta mediano dei principali competitor di riferimento;
 - il rapporto di indebitamento a regime derivante dal piano economico-finanziario per ciascuna Business Unit.
- ▶ Bridge To Equity alla data del 31 dicembre 2025, considerando la Posizione Finanziaria Netta a tale data e, per Innovatec, il valore delle partecipazioni pro quota detenute in ESI S.p.A. e Frisbi S.r.l..

4.2.2 Osservazione delle quotazioni di Borsa

Dal momento che le azioni di Innovatec ed ESI sono quotate sul mercato EGM, sistema multilaterale di negoziazione, organizzato e gestito da Borsa Italiana, come richiesto dalla prassi professionale, ai fini dell'analisi si è osservato l'andamento delle quotazioni di Borsa con riferimento a diversi periodi temporali e privilegiando il ricorso a medie delle quotazioni.

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, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato un indicatore del valore della società. Tale criterio ipotizza 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.

Nello specifico, i valori di mercato di Innovatec ed ESI sono stati stimati in base all'analisi dei prezzi di borsa nei mesi antecedenti la Data di Riferimento del 22 maggio 2026 fino al primo giorno di quotazione post Scissione Haiki+ (10 gennaio 2025). Nell'ambito di questo arco temporale sono stati identificati valori e relativi rapporti di cambio per periodi da 1 mese, 3 mesi, 6 mesi e 12 mesi.

Si specifica che l'analisi è stata strutturata tenendo conto sia (i) dei prezzi ufficiali di borsa (i.e. media aritmetica) sia (ii) dei prezzi di chiusura di borsa (i.e. media ponderata per i volumi), privilegiando il ricorso a medie delle quotazioni ponderate per il volume ("**VWAP**" o "**Prezzo Medio Ponderato per il Volume**").

4.2.3 Altri metodi di valutazione

Ci sono altri metodi di valutazione che solitamente possono essere presi in considerazioni per transazioni simili, ad esempio la metodologia dei multipli impliciti di transazioni precedenti comparabili.

In termini generali, la metodologia dei multipli impliciti in transazioni precedenti comparabili è volta a determinare il valore di una società sulla base dell'applicazione a determinati parametri economico-finanziari della stessa dei multipli ricavati da precedenti transazioni simili.

Nel caso specifico, pur essendo teoricamente applicabile e malgrado sia di comune applicazione per le società quotate, il **metodo dei multipli** di società comparabili non è stato ritenuto significativo nel presente contesto: la difficoltà nell'identificare un campione significativo realmente comparabile in termini di dimensione e stadio di sviluppo, l'eterogeneità dei modelli di business, la limitata rappresentatività dei risultati storici in relazione alle linee di business RESS e IPP e la forte dipendenza da ipotesi prospettiche ne limitano l'affidabilità quale riferimento valutativo.

Pertanto, questa metodologia è stata quindi esclusa per ragioni di affidabilità e di significatività, al fine di evitare possibili distorsioni derivanti da confronti non omogenei, oltre che per manifesta non applicabilità pratico-economica.

5. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Come indicato nella Relazione degli Amministratori, le principali difficoltà incontrate dagli organi amministrativi di Innovatec ed ESI nella valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione sono sinteticamente di seguito descritte:

- ▶ sono state applicate **diverse metodologie**, sia analitiche che basate su valori di mercato, che hanno richiesto l'uso di diverse **informazioni, parametri e ipotesi**. Non è possibile prevedere che tali ipotesi assunte, pur basandosi sull'esperienza, conoscenza, nonché dati storici disponibili, saranno effettivamente mantenute o confermate. Nell'applicare tali metodologie, gli Amministratori hanno preso in considerazione le caratteristiche e le limitazioni inerenti a ciascuna di esse, in conformità con la prassi di valutazione professionale;
- ▶ il **prezzo di mercato** delle Società Partecipanti alla Fusione è stato ed è soggetto a **volatilità e fluttuazioni** dovute anche all'andamento generale dei mercati dei capitali, i quali possono o meno riflettere il valore fondamentale delle Società Partecipanti alla Fusione. I prezzi di borsa, inoltre, pur fornendo un utile riferimento, possono non riflettere pienamente il valore intrinseco delle Società, risultando influenzati da una maggiore enfasi sui risultati correnti rispetto alle prospettive future. Il mercato EGM di riferimento, inoltre, è generalmente contraddistinto da livelli di liquidità inferiori rispetto ai mercati regolamentati principali;
- ▶ la diretta conseguenza dei due punti precedentemente menzionati, ha condotto alla determinazione di un **intervallo di concambio non sovrapponibile**, risultando i valori espressi dal metodo DCF superiori rispetto a quelli desumibili dai corsi medi di borsa, attribuibile alla diversa natura informativa dei metodi utilizzati: *market-based* nel caso delle quotazioni di borsa e *intrinsic-value based* nel caso del metodo DCF. Nel caso specifico, le quotazioni di Borsa sembrano infatti riflettere un approccio più prudente del mercato rispetto alla capacità delle Società Partecipanti di conseguire gli obiettivi previsti nei rispettivi Piani industriali (peraltro solo parzialmente comunicati), mentre la metodologia DCF valorizza integralmente le prospettive economico-finanziarie sottostanti al piano medesimo.
- ▶ Inoltre, tra le difficoltà incontrate si menziona la **difficoltà di stima dei profili di incertezza** relativi a variabili specifiche dei piani industriali delle Società che potrebbero impattare significativamente sui risultati futuri e sulle prospettive delle Società, quali ad esempio costi e tempistiche di valorizzazione dei progetti fotovoltaici (caratterizzati da iter autorizzativi/amministrativi complessi) e, in relazione all'attività IPP, costi di investimento, condizioni di finanziamento ed evoluzione dei prezzi dell'energia. Le maggiori difficoltà di stima sono state individuate nella valutazione (i) della **redditività futura sostenibile della BU RESS** di Innovatec, tuttora in fase di sviluppo e (ii) dal **ridotto track record** in riferimento all'attività di **IPP**, che rappresenta un driver di crescita strategico per entrambe le Società.

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori

Le valutazioni svolte dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione, anche sulla base delle indicazioni del comune *Advisor* Finanziario, hanno portato ai seguenti risultati.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, nella seguente tabella sono riportati i valori per azione e relativi rapporti di cambio individuati dai Consigli di Amministrazione e risultanti dall'applicazione del metodo del **Unlevered Discounted Cash Flow** (anche "DCF" o "UDCF"), confermati dall'applicazione dei metodi di controllo (*i.e.*, il **metodo delle osservazioni delle quotazioni di Borsa**).

Rapporto di cambio ESI/Innovatec			
Metodo di riferimento	Min	Centrale	Max
Media prezzi di borsa	6,11	6,26	6,64
Metodo DCF	8,09	8,32	8,40
Range di valutazione (RdC)*	6,64	7,2	8,09

**Si specifica che il range valutativo è stato definito avendo a riferimento come valore minimo (*i.e.* 6,64) l'estremo massimo derivante dalla valutazione con i prezzi di borsa e come valore massimo (*i.e.* 8,09) l'estremo minimo ottenuto mediante l'applicazione del metodo DCF.*

Nell'ambito di una fusione, l'obiettivo della valutazione del Consiglio di Amministrazione è quello di stimare i valori relativi (piuttosto che quelli assoluti) del patrimonio delle Società Partecipanti alla Fusione, al fine di determinare il Rapporto di Cambio; i valori relativi stimati non devono essere presi come riferimento in contesti diversi. Pertanto, gli Amministratori evidenziano che i valori per azione sopra indicati sono stati determinati esclusivamente ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio e non devono essere utilizzati in altri contesti.

6.1. Conclusioni degli Amministratori

Tenendo conto di quanto emerso dalle attività di valutazione come sopra descritte, i Consigli di Amministrazione di Innovatec ed ESI, anche tenuto conto dei Pareri rilasciati dal proprio *Advisor* Finanziario, hanno quindi determinato il Rapporto di Cambio nella seguente misura:

- ▶ **n. 36 (trentasei) azioni ordinarie di Innovatec, prive di indicazione del valore nominale, ogni n. 5 (cinque) azioni ordinarie di ESI, prive di indicazione del valore nominale.**

Il Rapporto di Cambio, determinato in misura pari a 7,2, non prevede conguagli in denaro.

Gli Amministratori precisano che nel contesto della determinazione del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione hanno tenuto conto anche dei seguenti elementi:

- La Fusione è stata subordinata, tra le altre condizioni, al perfezionamento di un aumento di capitale in opzione di Innovatec per un valore complessivo pari a € 7.997.807,05 (l’**“Aumento di Capitale”**), realizzato in data **24 giugno 2026**, con l’impegno del socio di controllo Sostenya a sottoscrivere integralmente l’eventuale inoptato. Tale aumento di capitale è stato finalizzato a stabilizzare nel patrimonio netto di Innovatec parte del debito nei confronti di Sostenya Group, che al 31 dicembre 2025 ammonta a € 9,8 milioni (**“Debito Convertendo”**);
- La Fusione verrà attuata mediante (i) l’annullamento delle azioni ordinarie della Società Incorporanda e (ii) l’assegnazione in concambio ai soci titolari di azioni ESI di azioni ordinarie della Società Incorporante sulla base del Rapporto di Cambio come eventualmente aggiustato.

7. Lavoro svolto

7.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente paragrafo 3

Il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato di Innovatec per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2025, predisposti in conformità ai principi contabili applicabili, sono stati assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione EY S.p.A.. Come anticipato la rispettiva relazione di revisione è stata emessa senza rilievi (i.e. *Opinion Clean*) in data 15 aprile 2026.

Il bilancio d'esercizio ed il bilancio consolidato di ESI per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2025, predisposti in conformità ai principi contabili applicabili, sono stati assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione EY S.p.A.. Come anticipato la rispettiva relazione di revisione è stata emessa senza rilievi (i.e. *Opinion Clean*) in data 14 aprile 2026.

In relazione ai bilanci sopra citati sono state da noi effettuate limitate procedure di revisione, che sono consistite principalmente in discussioni con le Direzioni delle Società Partecipanti alla Fusione e con la società di revisione Ernst & Young S.p.A., al fine di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti concernenti la loro redazione, nonché analisi critiche degli ammontari in essi esposti e dei relativi principali scostamenti.

Abbiamo letto criticamente il Parere dell'*Advisor* Finanziario, ed abbiamo proceduto con interlocuzioni e confronti con specifico riferimento ai parametri, alle metodologie e ai criteri di valutazione utilizzati.

Per quanto riguarda il Business Plan Innovatec, il Business Plan ESI e le proiezioni economico-patrimoniali utilizzate ai fini valutativi, fermi restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di previsione, abbiamo discusso con il Management delle Società partecipanti alla Fusione, nonché con l'*Advisor* Finanziario, le principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri utilizzati per la loro redazione. Le analisi hanno incluso, tra l'altro, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, il processo di elaborazione dei Business Plan, l'analisi della ragionevolezza delle assunzioni, dei criteri e dei principi contabili adottati, il confronto dell'andamento storico e a consuntivo con le previsioni.

Abbiamo infine raccolto, anche attraverso discussione con il Management delle Società partecipanti alla Fusione, nonché con l'*Advisor* Finanziario, informazioni circa gli eventi verificatisi successivamente alle date di chiusura dei bilanci sopra menzionati che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che dalle date di chiusura dei predetti bilanci alla data di emissione della presente Relazione non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione e/o una modifica del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente paragrafo 1.

7.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- ▶ analisi del Progetto di Fusione e della Relazione degli Amministratori, nonché del Parere rilasciato dall'*Advisor* Finanziario per verificare la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dai Consigli di Amministrazione e dall'*Advisor* Finanziario nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché l'omogeneità di applicazione dei metodi di valutazione;
- ▶ sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di esaminare quanto il Rapporto di Cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e parametri ritenuti significativi;
- ▶ verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla "Documentazione utilizzata" descritta al precedente paragrafo 3;
- ▶ verifica della correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio determinato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, anche sulla base delle indicazioni dall'*Advisor* Finanziario;
- ▶ colloqui con il Management delle Società partecipanti alla Fusione, nonché con l'*Advisor* Finanziario, per discutere in merito alle principali assunzioni sottostanti i Business Plan, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate nel corso dell'attività svolta.

Abbiamo inoltre compreso, attraverso discussione con il Management delle Società partecipanti alla Fusione, nonché con l'*Advisor* Finanziario, e ottenuto attestazione, che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente paragrafo 1.

8. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione ad operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite.

Abbiamo pertanto svolto un esame critico della metodologia seguita dagli Amministratori per la determinazione del valore relativo delle Società Partecipanti alla Fusione e, quindi, del Rapporto di Cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze, tenuto conto delle caratteristiche delle Società Partecipanti alla Fusione e dell'operazione nel suo complesso. Nell'ambito del *reperforming* delle analisi condotte dall'Advisor Finanziario non abbiamo riscontrato errori significativi e siamo addivenuti a risultati che rientrano in un intervallo di ragionevolezza rispetto alle conclusioni raggiunte.

Con riferimento ai metodi di valutazione adottati si osserva che:

- ▶ sono largamente diffusi nella prassi professionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione;
- ▶ appaiono adeguati nella fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle Società interessate dall'operazione di Fusione;
- ▶ conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand alone*;
- ▶ l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori di Innovatec ed ESI, anche con il supporto del proprio *Advisor* Finanziario, ha consentito di rispettare il criterio della omogeneità dei metodi di valutazione e, quindi, della confrontabilità dei valori;
- ▶ l'applicazione di una pluralità di metodi di valutazione ha consentito comunque di estendere il processo di valutazione e sottoporre ad un esame sostanziale i risultati ottenuti.

Con riferimento allo sviluppo delle metodologie di valutazione effettuato dagli Amministratori, evidenziamo di seguito le nostre considerazioni:

- ▶ il metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (DCF) è generalmente applicato nella prassi professionale nella valutazione di realtà aziendali di tipo industriale. Tale scelta risulta quindi giustificata dall'attività svolta dalle Società Partecipanti alla Fusione, che rende tanto gli aspetti reddituali quanto quelli patrimoniali e finanziari rilevanti ai fini del processo di valutazione. In particolare, lo sviluppo della metodologia DCF risulta coerente con quanto prescritto dalla prassi professionale e dalla dottrina valutativa. Le risultanze ottenute tramite l'applicazione del metodo DCF trovano peraltro un generale riscontro nei *Target Price* impliciti forniti nei *coverage* degli analisti finanziari.
- ▶ il metodo basato sull'osservazione delle quotazioni di Borsa risulta particolarmente indicato in presenza di società quotate. Tale criterio ipotizza 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. Pur tenendo conto delle caratteristiche del mercato EGM, generalmente contraddistinto da livelli di liquidità inferiori rispetto ai mercati regolamentati principali, il metodo delle quotazioni di borsa è stato preso in considerazione come riferimento necessario nella definizione dell'ambito di valori di Innovatec ed ESI in quanto rappresenta il principale riferimento oggettivo disponibile per società quotate. L'adozione di medie, ponderate per i volumi scambiati, riferite ad un arco temporale sufficientemente ampio ha inoltre consentito di attenuare l'effetto delle fluttuazioni dei titoli legate alla situazione generale dei mercati e di mitigare gli effetti della volatilità di breve periodo, pur riflettendo dati di mercato recenti.

9. Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalle Società Partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo.

Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni circa la validità e/o efficacia delle operazioni effettuate da Innovatec e ESI, né dei relativi atti, né degli effetti della Fusione sulle medesime, né di eventuali tematiche di tipo societario, legale o fiscale connesse all'operazione di Fusione.

Con riferimento alle metodologie di valutazione utilizzate e ai limiti incontrati, in aggiunta a quelli riscontrati dagli Amministratori e riportati al paragrafo 5, evidenziamo quanto segue:

- a) l'applicazione delle metodologie valutative basate sui flussi di cassa prospettici è stata effettuata dagli Amministratori utilizzando anche scenari di mercato previsionali; tali dati, che, per loro natura, presentano profili di incertezza e indeterminatezza, sono stati oggetto esclusivamente di colloqui con il Management delle Società partecipanti alla Fusione, nonché con l'*Advisor* Finanziario, al fine di ottenere una comprensione delle principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri e le assunzioni utilizzati per la loro redazione; pertanto nell'ambito dell'incarico conferitoci non abbiamo effettuato una verifica indipendente del Business Plan Innovatec e del Business Plan ESI né una valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione;
- b) le valutazioni effettuate dagli Amministratori mediante la metodologia dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* si basano su previsioni economico-patrimoniali che, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggette a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e/o dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;
- c) il metodo delle quotazioni di Borsa è basato sui prezzi di mercato di titoli quotati, in un contesto di mercato che nei periodi considerati è stato caratterizzato da livelli di incertezza e da fenomeni di turbolenza e volatilità; non si può escludere che l'evoluzione dei mercati finanziari possa condurre a valori di mercato non prevedibili ad oggi ed eventualmente diversi da quelli utilizzati dagli Amministratori nelle proprie valutazioni;

- d) gli Amministratori di Innovatec ed ESI non hanno fatto riferimento alla metodologia dei multipli impliciti in transazioni precedenti comparabili, per ragioni di affidabilità e di significatività a causa dell'assenza di diretta comparabilità rispetto alla Fusione in esame, né hanno ritenuto necessario sviluppare ulteriori metodi di controllo. Non possiamo quindi escludere che qualora gli Amministratori avessero utilizzato altri metodi valutativi, i risultati ottenuti e il Rapporto di Cambio avrebbero potuto essere differenti.

10. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura, portata e limiti del nostro lavoro come illustrati nella presente Relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione di Innovatec ed ESI, anche avvalendosi delle indicazioni del proprio *Advisor* Finanziario, siano adeguati in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione. Ciò si riscontra anche nel fatto che il valore di concambio proposto si attesta circa pari alla media aritmetica dei valori ottenuti dall'applicazione dei due metodi adottati.

Milano, 03 luglio 2026

Crowe Bompani Assurance Services S.p.A.

Giovanni Santoro
(Amministratore Delegato)