



Deloitte.

Alfatherm S.p.A.

Stima del valore corrente e di smobilizzo del Ramo di Alfatherm al 30 settembre 2025

9 febbraio 2026

Il presente documento ("Documento" o "Relazione") è stato redatto sulla base dello scopo e dei limiti del nostro incarico descritti nella Relazione e nella lettera d'incarico tra Deloitte Advisory S.r.l. S.B. e Alfatherm S.p.A. La Relazione è stata emessa esclusivamente per il Vostro uso interno, pertanto nessun terzo che non sia elencato tra i destinatari della Relazione potrà in alcun modo fare affidamento su di essa.

**Plausibile e riservato ad uso esclusivo personale - è vietata ogni
ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009**

Indice

 1	Premesse, obiettivi e limitazioni dell'incarico	3
 2	Company overview	7
 3	Il mercato di riferimento	10
 4	Approccio metodologico	12
 5	Valutazione	16
 6	Allegati	24



Premesse, obiettivi e limitazioni dell'incarico

Premesse, obiettivi e limitazioni dell'incarico



Premessa ed obiettivi

A seguito dell'adesione alla procedura di concordato preventivo, Alfatherm S.p.A. ("Alfatherm" o "Società" o "Cliente") ha richiesto a Deloitte Advisory S.r.l. S.B. ("Deloitte") un supporto nello svolgimento delle seguenti attività:

- stima del valore corrente del ramo d'azienda in continuità, corrispondente alla totalità dei business, senza della considerazione delle posizioni debitorie oggetto di procedura ("Ramo") e stima di un canone congruo di affitto;
- stima del valore di smobilizzo del Ramo;

La data di riferimento della valutazione è il 30 settembre 2025 ("Data di Riferimento" o "Data di Valutazione"), coincidente con l'ultima situazione patrimoniale della Società alla data di emissione del presente documento ("Documento" o "Relazione").

Il nostro lavoro è stato svolto sulla base delle assunzioni e delle informazioni descritte nel presente Documento, forniteci dal management di Alfatherm ("Management") e ritenute valide da noi alla data di emissione della Relazione.

La Relazione è incentrata sulle esigenze attualmente espresse dal Management. Di conseguenza, potrebbero essere necessari successivi cambiamenti a seguito di eventi che si verificano durante l'esercizio di valutazione sopra menzionato.



Limitazioni

La Relazione esplicita valori sia generali che specifici, i quali non riflettono particolari attese di azionisti o aspetti negoziali. Il valore di scambio o prezzo, infatti, dipende sia da stime tecnico-finanziarie che da valutazioni soggettive delle parti interessate, dalla loro forza contrattuale, o da loro particolari attese e interessi. La Relazione necessariamente non riflette particolari attese di azionisti, aspetti negoziali o strategici.

Le metodologie ritenute più appropriate alla luce degli obiettivi dell'incarico sono state applicate al meglio delle nostre conoscenze. I risultati da noi stimati dipendono in parte da parametri influenzati da considerazioni di carattere soggettivo e da elementi e informazioni identificati nella presente Relazione, la quale deve essere letta nella sua interezza.

La nostra analisi è stata condotta sulla base:

- della situazione economica e patrimoniale del Ramo al 30 settembre 2025 (ultimi dati disponibili alla data di emissione della Relazione), fornita dal Management. Il Management ha confermato che tali valori rappresentano in modo chiaro, veritiero e corretto le attività iscritte e il loro valore netto contabile alla Data di Riferimento;
- del dettaglio delle attività e passività alla Data di Riferimento facenti parte del Ramo oggetto di valutazione;
- delle più aggiornate proiezioni economiche del Ramo per il periodo dal 1° ottobre 2025 al 31 dicembre 2030 ("Proiezioni" o "Business Plan"), predisposte dal Management, le quali riflettono previsioni *stand-alone* del Ramo.

I termini di una potenziale transazione riguardante il Ramo restano di esclusiva competenza delle parti coinvolte nella transazione stessa, pertanto la Relazione non costituisce una raccomandazione sul prezzo della possibile transazione, né sugli accordi di prezzo tra le parti.

Premesse, obiettivi e limitazioni dell'incarico



I destinatari della Relazione sono consapevoli che Deloitte non ha espresso alcuna opinione o altra forma di garanzia relativamente all'accuratezza, alla completezza e alla ragionevolezza delle informazioni rese disponibili dal Management e contenute nella Relazione, e che la stessa, o parti di essa, non potrà essere interpretata come una promessa o un'indicazione di un valore negoziale, una promessa o un'indicazione della performance futura della Società o del Ramo. Gli eventuali terzi che dovessero affidare su tali dati dovranno procedere autonomamente alle verifiche e indagini ritenute da essi più opportune.

I trend futuri dei ricavi e della redditività inclusi nelle Proiezioni, incerti e variabili per natura, riflettono assunzioni in linea con la strategia della Società. I destinatari della Relazione sono consapevoli che Deloitte non ha espresso alcuna opinione od altra forma di garanzia relativamente alla ragionevolezza delle ipotesi delle Proiezioni né all'accuratezza, completezza e veridicità dei dati e delle informazioni in esso contenute, e per questo motivo non potrà essere interpretata come una promessa o un'indicazione della performance futura. Le ipotesi alla base delle Proiezioni, compresi eventuali loro aggiornamenti, sono di esclusiva responsabilità del Cliente. Deloitte non ha fornito alcuna garanzia riguardo all'accuratezza, completezza e veridicità dei dati e delle informazioni incluse nelle Proiezioni, che non sono state sottoposte a revisioni o certificazioni, ad esempio sulla base dello standard internazionale per le verifiche di attendibilità ISAE 3400.

Si sottolinea inoltre che le procedure da noi svolte non costituiscono, in base ai principi di revisione generalmente accettati nel nostro paese ed a livello internazionale ed alle norme tecnico deontologiche della revisione contabile: (1) una revisione contabile completa o limitata dei bilanci d'esercizio della Società e delle Partecipate né di specifici elementi, conti o voci aggregate o informazioni dello stesso; (2) un esame di informazioni e dati finanziari previsionali e prospettici della Società; (3) un esame del sistema di controllo interno della Società.



La Relazione è redatta ad uso esclusivo del Management. E' inoltre concordato che La Relazione e/o corrispondenza scambiata nel corso del nostro incarico non potranno essere trasmesse a terzi senza autorizzazione scritta da parte di Deloitte, che non sarà negata irragionevolmente.

In particolare non ci assumiamo alcuna responsabilità in caso di utilizzo dei risultati e della Relazione per finalità diverse da quelle citate nella Relazione ed in ogni caso nei confronti di terzi che verranno in possesso della presente o che verranno a conoscenza del suo contenuto.

La Relazione non potrà essere portata a conoscenza, anche parzialmente, di terzi o usata per finalità diverse da quelle indicate e fatto salvo il caso in cui ciò avvenga in ottemperanza ad obblighi regolamentari o di legge o a richieste di Autorità alle quali non possa essere opposto un motivato rifiuto. Qualsiasi altro utilizzo della Relazione, o di parte di essa, dovrà essere preventivamente concordato ed autorizzato per iscritto da Deloitte.

Documentazione

Il nostro lavoro è stato svolto tenendo in considerazione la seguente documentazione ricevuta:

- dettaglio delle attività e passività alla Data di Riferimento facenti parte del Ramo oggetto di valutazione;
- situazione economica e patrimoniale del Ramo al 30 settembre 2025;
- proiezioni economiche e patrimoniali del Ramo per periodo ottobre 2025-dicembre 2030.

Oltre alla documentazione sopra menzionata, sono state utilizzate ulteriori informazioni relative al settore di riferimento della Società, ottenute da studi redatti da analisti indipendenti e/o alter fonti pubblicamente disponibili.

Premesse, obiettivi e limitazioni dell'incarico



Principali criticità nella valutazione

Di seguito sono riassunte le principali criticità riscontrate nel processo di valutazione:

- **proiezioni:** il metodo di valutazione adottato ha comportato l'uso di dati previsionali incerti per natura, in quanto sensibili alle variazioni delle variabili macroeconomiche e settoriali e ai fattori esogeni rispetto alla Società stessa. Si segnala che, se gli obiettivi delle Proiezioni fossero raggiunti con ammontare e/o tempistiche diverse rispetto a quelle riflesse nelle previsioni economico-finanziarie, il valore ottenuto potrebbe differire anche significativamente;
- **cambiamenti nelle condizioni prevalenti nei mercati finanziari di riferimento:** i risultati derivanti dall'applicazione del metodo di valutazione adottato riflettono le condizioni prevalenti nei mercati di riferimento alla data della Relazione. Pertanto, sono soggetti alla loro variabilità, così come a cambiamenti nella situazione economico-finanziaria e nei valori prospettici delle società comparabili considerate ai fini della determinazione di determinati parametri di valutazione. Tutte queste circostanze potrebbero influenzare significativamente i risultati ottenuti;
- **utilizzo di stime per la determinazione dei parametri di valutazione:** l'applicazione del metodo di valutazione ha comportato il ricorso ad alcuni parametri selezionati anche sulla base dell'esperienza. Alcuni dei parametri considerati sono di disponibilità limitata e possono quindi essere influenzati da limiti statistici.

Desideriamo ringraziare il Management per l'assistenza fornita durante il nostro incarico e vi preghiamo di considerarci a vostra disposizione per qualsiasi chiarimento sul contenuto della Relazione.

DELOITTE ADVISORY S.R.L. S.B.

Valentina Mantovi

Valentina Mantovi

9 febbraio 2026



Company Overview

Company overview

Alfatherm S.p.A.



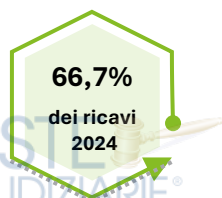
Alfatherm è un'azienda italiana fondata nel 1963, leader in Europa nella **produzione di film termoplastici rigidi, semirigidi e flessibili, principalmente in PVC**. I suoi prodotti sono utilizzati in svariati settori, come la decorazione di superfici per l'arredamento e il design, l'imballaggio, l'arte grafica e la produzione di etichette.

La costante spinta all'innovazione ha portato Alfatherm tra i **leader mondiali nel settore della decorazione delle superfici per arredamento**. Grazie anche alla collaborazione con primarie aziende nel settore della decorazione delle superfici per arredamento, Alfatherm è oggi un punto di riferimento per i maggiori produttori mondiali di pannelli decorativi.

La **Società opera con due stabilimenti produttivi nella provincia di Varese**, in Lombardia, in particolare a Gorla Minore e Gallarate, e commercializza i suoi prodotti anche all'estero, con una forte presenza sui mercati internazionali.

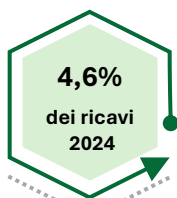


Prodotti



Surface decorations

Produzione di **foglie polimeriche** per mobile e interior design.



Visual communication e medicale

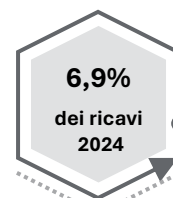
Produzione di **film adesivi trasparenti** per visual advertising, protezione, decorazione e labelling, nonché **prodotti della serie**

ADAM in base di resina vinilica



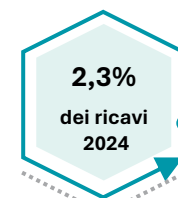
Capsule and Sleeves

Sviluppo di **capsule e sleeve termoretraibili** per bottiglie e contenitori, con possibilità di personalizzazione grafica.



Cartotecnica

Facendo leva sul marchio **FLEXA**, la Società offre un'ampia gamma di **film e foglie in PVC plastificato** per stampa serigrafica e saldatura ad alta frequenza.



Imballaggio

Soluzioni avanzate per l'imballaggio in diversi settori, dai blister ai film accoppiati e ad alta resistenza per il confezionamento di prodotti freschi e caldi.

Principali indicatori finanziari (Eur/000)

	2022	2023	2024
Ricavi netti	75.380	54.494	44.591
EBITDA Adj.	(758)	1.371	(1.080)
EBITDA margin %	(1,0%)	2,5%	(2,4%)
EBIT	(4.894)	(2.326)	(30.122)
EBIT margin %	(6,5%)	(4,3%)	(67,6%)

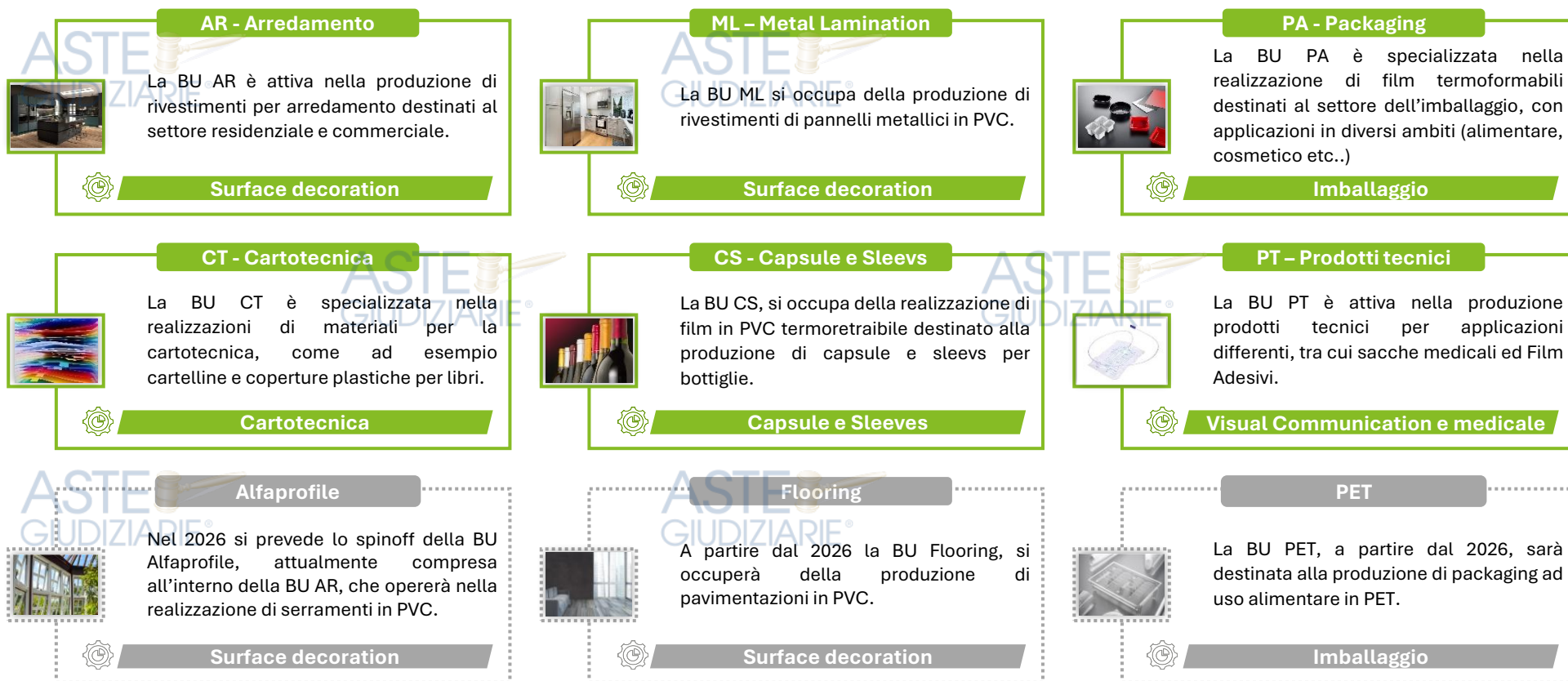
Publicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni
ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Company overview

Business Units



Alfatherm opera prevalentemente nei segmenti del **Surface Decoration, Visual Communications, Capsule e Sleeves, Cartotecnica, Imballaggio e Medicale**. L'attività produttiva di Alfatherm è articolata in **nove Business Unit**, definite in base al settore di riferimento dei beni prodotti, tre delle quali entreranno in operatività a partire dal FY26 (Alfaprofile, Flooring and PET).



— BU attive - - - - Nuove BU ⚙️ Segmento di mercato

Publicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - e vietata ogni
ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

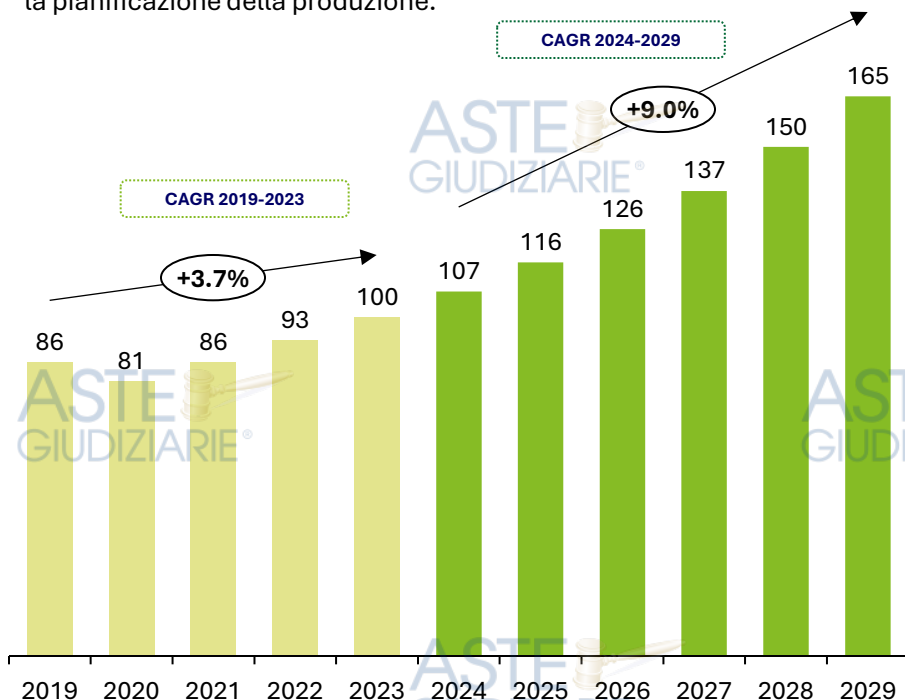
Il mercato di riferimento

Il mercato di riferimento

Il mercato globale del Polivinil Cloruro (PVC)

Mercato globale dei Poli(vinil) Cloruro (PVC) 2019-2029 (USD/bn)

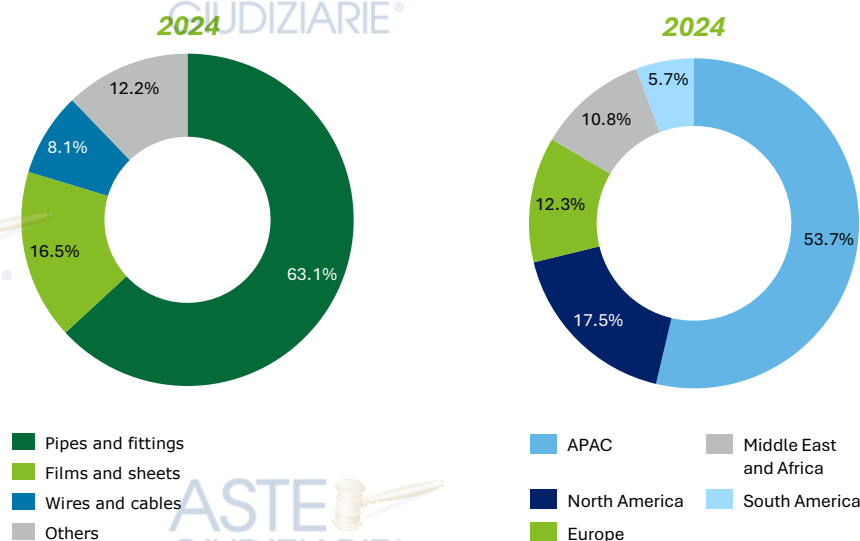
Il **mercato globale del polivinilcloruro (PVC)** rientra nel più ampio comparto dei prodotti chimici di base. Nel 2019 il mercato registrava un valore complessivo di **86,2 USD/bn**, raggiungendo **99,5 USD/bn** nel 2023. Nel corso di questo periodo il mercato è cresciuto ad un **CAGR del 3,7%**, ed è previsto crescere ad un **CAGR del 9,0%** fino al 2029. Tale crescita è sostenuta dall'adozione dell'intelligenza artificiale nei processi produttivi, la quale migliora l'efficienza operativa, riduce i fermi macchina e ottimizza la pianificazione della produzione.



Canali di distribuzione e breakdown geografico (market share %)

Il mercato globale del polivinilcloruro (PVC) è stato pari a **107,1 USD/bn** nel 2024 e si stima un incremento fino a **164,5 USD/bn** entro il 2029. Questo creerà un'opportunità di crescita incrementale del valore di 57,4 USD/bn tra il 2024 e il 2029, pari a circa il **54%** della dimensione del mercato nel 2024. Questo trend di crescita sarà sostenuto soprattutto dall'incremento dell'utilizzo del PVC nei settori elettrico ed elettronico, affiancato dai continui avanzamenti tecnologici nelle formulazioni del materiale e dall'espansione delle iniziative globali di riciclo.

La crescita complessiva del mercato globale del polivinilcloruro (PVC) si basa su una crescita costante per tutti gli anni del periodo di previsione tra il 2024 e il 2029. La crescita anno su anno varierà in un intervallo compreso tra **l'8,0% e il 10,0%**.



ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

Approccio metodologico

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

SERIE
LA NUOVA FRONTIERA

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

Approccio metodologico

Configurazione di valore e approccio metodologico

Configurazione di valore

In considerazione del contesto e degli obiettivi dell'incarico, si ritiene che il **Fair Market Value («FMV»)** costituisca il **criterio più appropriato per la stima del valore corrente del Ramo**. Il FMV rappresenta il valore al quale un bene potrebbe essere trasferito tra un acquirente e un venditore disponibili e non obbligati ad acquistare o vendere un determinato bene, in cui entrambe le parti dispongono di una conoscenza ragionevole dell'oggetto e del mercato di riferimento. Tale concetto si distingue dal "prezzo", che può essere influenzato da fattori contingenti, soggettivi o negoziali.

In aggiunta al FMV, è stato stimato il **valore di smobilizzo forzato del Ramo** nell'ambito di un processo di liquidazione, ossia un valore determinato in un contesto in cui il venditore è obbligato a vendere senza un adeguato periodo di commercializzazione, trovandosi in posizione di debolezza contrattuale e dovendo accettare degli sconti significativi sul prezzo rispetto ad un processo di vendita ordinario. Tali cessioni avvengono generalmente tramite aste, le quali tendono a generare sconti significativi rispetto alle vendite di beni comparabili sul libero mercato. **Si sottolinea, pertanto, che questo valore non corrisponde al FMV, ma riflette esclusivamente le condizioni di debolezza contrattuale della società e le dinamiche associate a un'eventuale vendita forzata.**

In tale contesto, Deloitte è stata incaricata di effettuare una valutazione indipendente finalizzata a stimare sia il valore in continuità del Ramo di Alfatherm, sia il suo potenziale valore di smobilizzo forzato.

Alla luce della finalità del processo e delle informazioni disponibili, si è ritenuto opportuno adottare il seguente approccio per la determinazione del FMV e del valore di smobilizzo forzato:

- **Metodo di valutazione: *Unlevered Discounted Cash-Flow (UDCF)***, il quale si basa sulla capacità prospettica del Ramo di generare *free cash flow* operativi (FCFO) nel medio-lungo termine;
- **Data di valutazione: 30 settembre 2025**, corrispondente alla data di riferimento dell'ultima situazione patrimoniale disponibile.

Il **valore di smobilizzo forzato** è stato determinato sulla base del valore corrente, opportunamente ridotto per uno **sconto per smobilizzo forzato del 37,4%**⁽¹⁾, determinato sulla base dello sconto medio applicato nelle aste giudiziali per i complessi aziendali verificatesi nel periodo 2021-2025. Tale valore risulta altresì coerente con quanto riscontrato dalla letteratura per le aste fallimentari (38,3%)⁽²⁾

Approccio metodologico

Cenni metodologici | Unlevered Discounted Cash Flow

Il **metodo finanziario Unlevered Discounted Cash Flow** («UDCF») si basa sulla capacità prospettica del Ramo di generare cash flow nel medio-lungo termine. Secondo il metodo UDCF, il valore del capitale del Ramo è pari alla somma algebrica del valore attualizzato dei flussi di cassa operativi («Free cash flows operativi») generabili nel futuro. Tale valore risulta dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa nell'orizzonte di proiezione esplicita e del cosiddetto «Valore Terminale» o «Terminal Value», che esprime il potenziale valore del Ramo successivamente all'ultimo anno di proiezione esplicita.

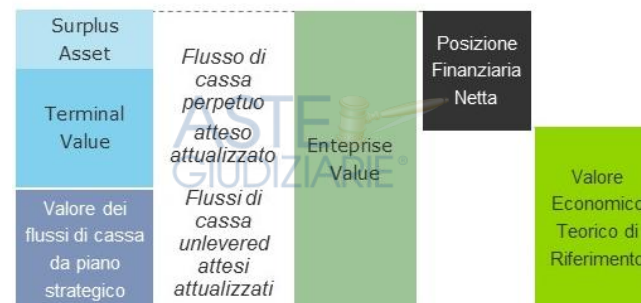
Il tasso utilizzato per il processo di attualizzazione è il costo medio ponderato del capitale («Weighted Average Cost of Capital» o «WACC»).

Il valore così ottenuto è il cosiddetto «Enterprise Value» o «Valore del Ramo». Da tale misura si perviene al cosiddetto «Equity Value» o «Valore del Capitale», sommando algebricamente il valore di eventuali beni non strumentali presenti alla data di valutazione («Surplus Assets») e sottraendo la Posizione Finanziaria Netta del Ramo alla stessa data. In formula:

$$W = \left[\sum_{t=1}^n F_{(t)}(1 + WACC)^{-t} + TV_{(n)}(1 + WACC)^{-n} \right] + SA - PFN$$

dove:
W Equity Value
F(t) Free cash flows operativi (periodo di proiezione esplicita)
TV Valore Terminale
n Periodo di proiezione esplicita
SA Surplus Assets
PFN Posizione Finanziaria Netta alla data di valutazione
WACC Weighted Average Cost of Capital

Valore stimato complessivo della società



In particolare:

- **Free cash flows operativi:** rappresentano i flussi di cassa nel periodo di piano, destinati al soddisfacimento di tutti i portatori di mezzi finanziari nel Ramo, ovvero gli azionisti e i finanziatori
- **Valore Terminale:** rappresenta il valore del Ramo al termine dell'orizzonte di proiezione esplicita. La stima può essere svolta attraverso (i) l'attualizzazione in un orizzonte temporale indefinito del flusso di cassa sostenibile, generabile a tempo indeterminato successivamente all'orizzonte di proiezione esplicita a fronte di un dato tasso di crescita perpetua «g» dei ricavi e di un dato profilo di investimenti, (ii) la valorizzazione delle attività e passività al termine della vita utile
- **Surplus Assets:** elementi patrimoniali la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della stima non comprometterebbe l'attività caratteristica del Ramo oggetto di valutazione. Tali elementi devono essere considerati separatamente e valutati in un'ottica di cessione
- **Posizione Finanziaria Netta:** valore di mercato della posizione finanziaria netta alla data di valutazione

Publicazione ufficiale ad uso esclusivo personale e vietata ogni ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Approccio metodologico

Cenni metodologici | Tasso di attualizzazione

I flussi utilizzati nel metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow sono i flussi operativi, destinati alla remunerazione dei fornitori di capitali sia di rischio che di debito. Il tasso di attualizzazione dei flussi deve, quindi, essere rappresentativo del rendimento richiesto dai finanziatori del Ramo e dai soci per impiegare i propri capitali nel Ramo. Tale tasso è identificato con il costo medio ponderato del capitale (WACC «Weighted Average Cost of Capital»), che si determina come segue:

$$\text{WACC} = k_e \frac{E}{D+E} + k_d (1 - t) \frac{D}{D+E}$$

dove:

- Ke** costo del capitale di rischio
Kd (1-t) costo dei debiti finanziari (al netto dello scudo fiscale)
E ammontare capitale di rischio
D ammontare dell'indebitamento finanziario netto

Il **costo dei mezzi propri (Ke)** è definito come il costo opportunità del capitale di rischio del Ramo, ossia il suo rendimento medio atteso. Ai fini della sua determinazione, la dottrina ha elaborato diversi modelli, tra cui il più accreditato risulta il Capital Asset Pricing Model (di seguito definito «CAPM»), definito come:

$$K_e = R_f + \text{Beta} \times \text{MRP} + \text{Size Premium} + \text{Company Risk}$$

dove:

- Rf** rendimento delle attività prive di rischio
MRP premio per il rischio di mercato
Beta coefficiente di rischio «non diversificabile» (systematic)
Size Premium premio relativo alla dimensione
Company Risk Company Specific («Unsystematic»)

Il **costo del capitale di debito (Kd*(1-t))** è pari al tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari unlevered, al netto della fiscalità media effettiva del Ramo, applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari. Al fine della determinazione della struttura finanziaria è possibile ricorrere a diversi approcci operativi:

- struttura finanziaria del Ramo alla Data di Riferimento della valutazione espressa a valori di mercato, ipotizzando, quindi, implicitamente che nel lungo periodo il Ramo avrà una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- struttura finanziaria prospettica del Ramo, definibile in base a valori medi rilevati su un campione di Società comparabili (assumendo quindi che la struttura finanziaria del Ramo si allineerà, nel lungo periodo, a quella dei suoi competitor), oppure in base a valori attesi della composizione prospettica del capitale del Ramo oggetto di valutazione.



Il tasso di attualizzazione WACC è stato stimato in applicazione dell'approccio «Unconditional», che considera il rischio del paese di riferimento nel tasso risk free.

Publicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni
ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Valutazione

Valutazione

Stato patrimoniale del Ramo al 30 settembre 2025

Il Ramo corrisponde alla totalità dei business, senza della considerazione delle posizioni debitorie oggetto di procedura.

Il prospetto di seguito riportato, illustra il perimetro delle attività e passività del Ramo alla Data di Riferimento.

Stato Patrimoniale	30/09/2025
Eur/000	ACT
Immobilizzazioni immateriali	373
Immobilizzazioni materiali	20.416
Immobilizzazioni finanziarie	-
Totale Immobilizzazioni	20.788
Rimanenze	4.175
Crediti commerciali	1.300
Debiti commerciali	(312)
Capitale Circolante Operativo	5.163
Altri crediti/(debiti)	627
Capitale Circolante Netto	5.790
TFR e altri fondi rischi e oneri	(5)
Capitale Investito Netto	26.573

Il Capitale Investito Netto del Ramo alla Data di Riferimento comprende:

- **Immobilizzazioni** per un totale di **21,0 Eur/mln**, che si suddividono in:
 - **immobilizzazioni immateriali** per complessivi **0,4 Eur/mln** e principalmente relative a: (i) brevetti e opere d'ingegno per **0,2 Eur/mln**, e (ii) marchi e licenze per **0,2 Eur/mln**;
 - **immobilizzazioni materiali** relative ad impianti e macchinari, terreni e fabbricati per un valore complessivo pari a **20,4 Eur/mln**;
- **Capitale Circolante Netto** per un totale di **5,8 Eur/mln**, che include:
 - **Rimanenze** per complessivi **4,2 Eur/mln**, espresse al netto del relativo fondo svalutazione (pari a circa **2,8 Eur/mln**);
 - **Crediti commerciali** relativi a commesse per un valore complessivo pari a **1,3 Eur/mln**, espresse al netto della componente ceduta per factoring;
 - **Debiti commerciali** per complessivi **0,3 Eur/mln** e relativi principalmente ad anticipi da clienti, al netto degli acconti verso fornitori;
 - **Altri crediti/(debiti)** per un valore pari a **0,6 Eur/mln**, che afferisce principalmente a depositi cauzionali e ratei e risconti attivi;
- **Fondo TFR** per **5 Eur/000**.

Valutazione

Proiezioni del Ramo | Conto Economico



Di seguito le proiezioni economiche del Ramo elaborate per il periodo di 2025-2030 predisposte dal Management.

Conto Economico	30/09/2025	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Eur/000	9M ACT	BP	BP	BP	BP	BP	BP
Ricavi vendite e prestazioni	24.228	30.125	41.469	52.138	54.363	56.691	59.059
Variazioni rimanenze prodotti	(1.175)	(1.500)	(1.891)	(2.231)	(2.326)	(2.426)	(2.526)
Valore della produzione	23.053	28.625	39.577	49.906	52.037	54.265	56.534
YoY %			38,3%	26,1%	4,3%	4,3%	4,2%
Materie prime e consumo	(12.043)	(14.785)	(20.865)	(27.111)	(28.197)	(29.288)	(30.504)
Margine Lordo	11.009	13.839	18.712	22.795	23.840	24.977	26.030
Servizi	(8.587)	(11.181)	(12.252)	(13.720)	(14.275)	(14.867)	(15.103)
Costo del personale	(4.383)	(5.507)	(5.378)	(5.809)	(5.817)	(6.123)	(6.381)
Oneri diversi di gestione	(2.565)	(2.747)	(706)	(426)	(431)	(437)	(443)
EBITDA	(4.526)	(5.595)	376	2.840	3.316	3.550	4.102
<i>EBITDA Margin %</i>	<i>(19,6%)</i>	<i>(19,5%)</i>	<i>1,0%</i>	<i>5,7%</i>	<i>6,4%</i>	<i>6,5%</i>	<i>7,3%</i>
Ammortamenti	(1.413)	(1.896)	(1.999)	(2.081)	(2.192)	(2.310)	(2.319)
Accantonamenti	-	(2)	(15)	(19)	(20)	(20)	(21)
Riclassifiche	(662)	(662)	-	-	-	-	-
Svalutazioni	(2.033)	(1.844)	(326)	(332)	(338)	(344)	(350)
EBIT	(8.634)	(9.999)	(1.964)	409	766	876	1.412
Proventi/(oneri) finanziari	(551)	(717)	(668)	(400)	(513)	(568)	(598)
Rettifiche attività finanziarie	(18)	(27)	(36)	(36)	(36)	(36)	(36)
Risultato prima delle imposte	(9.203)	(10.743)	(2.668)	(27)	216	271	778
Imposte	-	-	-	(18)	(32)	(37)	(57)
Utile/(perdita) di esercizio	(9.203)	(10.743)	(2.668)	(46)	184	235	721

- I ricavi di vendita e prestazioni, sono previsti in aumento fra il 2026 ed il 2030, ad un CAGR di circa 9% (da 41.469 Eur/000 del 2026 a 59.059 Eur/000 del 2030). Tale incremento è guidato da un effetto combinato di: (i) un incremento dei prezzi di vendita (Eur/ton), i quali sono previsti crescere da 4,6 Eur/ton nel 2026 a 5,0 Eur/ton nel 2030 e (ii) un aumento dei volumi di vendita previsti. In particolare, tali volumi sono stimati crescere di circa il 30% dal 2026 (9.076 Kg/000) al 2030 (11.813 kg/000).

- L'EBITDA è previsto tornare positivo a partire dal 2026, pari a 376 Eur/000 fino a raggiungere un valore pari a 4.102 Eur/000. Anche la marginalità percentuale è attesa incrementare dal 1,0% del 2026 all'7,3% del 2030. Tale incremento di margine e marginalità è principalmente trainato dallo sviluppo delle nuove Business Unit, le quali si prevede che nel 2030 genereranno ricavi per circa 23.146 Eur/000, determinando un impatto positivo sulla marginalità di circa 2.127 Eur/000.



Publicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni
ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Valutazione

Proiezioni del Ramo | Stato Patrimoniale e investimenti

Di seguito le proiezioni patrimoniali del Ramo elaborate per il periodo di 2025-2030 predisposte dal Management.

Stato Patrimoniale	30/09/2025	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Eur/000	ACT	BP	BP	BP	BP	BP	BP
Immobilizzazioni immateriali	373	351	266	180	95	10	-
Immobilizzazioni materiali	20.416	20.082	20.027	18.881	19.355	18.407	17.540
Immobilizzazioni finanziarie	-	-	-	-	-	-	-
Totale Immobilizzazioni	20.788	20.433	20.293	19.062	19.450	18.417	17.540
Rimanenze	4.175	4.711	5.741	6.840	6.954	7.233	7.530
Crediti commerciali	1.300	2.254	4.529	6.226	7.796	8.605	8.950
Debiti commerciali	(312)	(1.645)	(3.812)	(5.569)	(7.916)	(9.435)	(9.961)
Capitale Circolante Operativo	5.163	5.320	6.458	7.497	6.835	6.402	6.519
Altri crediti/(debiti)	627	(137)	(249)	(283)	(880)	(642)	(712)
Capitale Circolante Netto	5.790	5.184	6.209	7.214	5.955	5.760	5.806
TFR e altri fondi rischi e oneri	(5)	(8)	(22)	(41)	(61)	(81)	(103)
Capitale Investito Netto	26.573	25.609	26.479	26.234	25.344	24.096	23.244

CAPEX	30/09/2025	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Eur/000	ACT	BP	BP	BP	BP	BP	BP
Capex	-	(128)	(1.858)	(850)	(2.581)	(1.277)	(1.442)

- Le immobilizzazioni sono previste decrescere da un valore di **20.293 Eur/000** nel 2026 ad un valore di **17.540 Eur/000** nel 2030 a causa di una riduzione totale delle immobilizzazioni immateriali (**266 Eur/000** nel 2026) e di un calo delle immobilizzazioni materiali (da **20.027 Eur/000** nel 2026 a **17.540 Eur/000** nel 2030), nonostante investimenti complessivamente previsti nel periodo di piano pari a **8.136 Eur/000**,
- Il **Capitale Circolante Netto** è previsto decrescere da un valore di **6.209 Eur/000** nel 2026 ad un valore di **5.806 Eur/000** nel 2030. Tale decrescita è sostenuta principalmente dall'aumento previsto dei giorni di pagamento dei fornitori (DPO) previsti passare da **50 giorni** nel 2026 a **92 giorni** nel 2030, riflettendo così incremento maggiore rispetto ai giorni di incasso (DSO), anch'essi previsti crescere da **41 giorni** nel 2026 a **56 giorni** nel 2030. Inoltre, ad avvalorare tale riduzione vi è anche un calo del saldo della voce altri crediti/debiti determinato da un progressivo incasso dei crediti verso altri (da **722 Eur/000** nel 2026 a **693 Eur/000** nel 2030), ed un progressivo aumento della voce debiti verso altri (da **189 Eur/000** nel 2026 a **586 Eur/000** nel 2030).

Valutazione

Principali assunzioni valutative

Di seguito le principali assunzioni sottostanti alla valutazione del **Ramo** sulla base del **metodo UDCF**

Flussi di cassa del periodo esplicito

I flussi di cassa operativi del Ramo nel periodo esplicito sono stati determinati sulla base delle proiezioni economico-finanziarie attese elaborate dal Management per il periodo 1° ottobre 2025 - 31 dicembre 2030, e sulla base delle seguenti considerazioni:

- **EBITDA stimato** per il periodo **1° ottobre 2025 - 31 dicembre 2030**;
- **ammortamenti e svalutazioni** previste nel Business Plan;
- **imposte teoriche** (Ires ed Irap), stimate applicando all'EBIT di piano le aliquote vigenti in Italia, pari al 27,9%, ipotizzando l'utilizzo dei crediti fiscali derivanti dalle perdite generate nel periodo ottobre 2025 – dicembre 2026;
- variazioni del **capitale circolante netto e dei fondi**, come da Business Plan;
- **Capex stimate** per il periodo **1° ottobre 2025 - 31 dicembre 2030**.

Terminal Value

Al termine del periodo esplicito (2030) è stato stimato un flusso di cassa «normalizzato» sulla base delle seguenti ipotesi:

- **redditività a regime** coincidente con l'EBITDA del 2030, pari a **4,1 Eur/mln**;
- **svalutazioni del magazzino**, corrispondenti con il valore previsto per il 2030 (**35 Eur/000**);
- **ammortamenti** corrispondenti agli **investimenti**, ipotizzati pari all'ultimo anno di previsione esplicita (**1,4 Eur/mln**);
- **variazione del capitale circolante netto** nulla, in un'ipotesi di "steady-state" e quindi di crescita per il solo effetto inflattivo;
- **imposte teoriche** del 27,9%(Ires ed Irap).

Tasso di attualizzazione

Il tasso di attualizzazione utilizzato ai fini della stima del *Fair Market Value* del Ramo è stato stimato pari a **11,8%**.

Tasso di crescita

Ai fini valutativi è stato considerato un tasso di crescita di lungo periodo pari a **2,0%**, corrispondente all'inflazione attesa nel lungo periodo per l'Area Euro (fonte: *Economist Intelligence Unit*).

Publicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni
ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Valutazione

Principali assunzioni valutative | Il tasso di attualizzazione (WACC)

Il tasso di attualizzazione (WACC) utilizzato ai fini dell'applicazione del metodo UDCF è stato determinato in coerenza con l'approccio "unconditional", che prevede l'inclusione del rischio Paese all'interno del risk-free rate. Di seguito sono riportati i principali parametri considerati per la sua determinazione.

WACC Alfatherm

30/09/2025

Costo del capitale proprio (ke)

Tasso risk-free ponderato	4,1%
Beta unlevered	0,85
D/E	0,00
Aliquota d'imposta	24,0%
Beta relevered	0,85
Premio per il rischio di mercato ponderato	6,2%
Premio dimensionale	2,4%
Costo del capitale proprio (ke)	11,8%

- **Tasso risk-free:** il tasso risk-free è stato determinato come media ponderata dei rendimenti dei titoli di Stato dei Paesi in cui opera il Ramo, con pesi basati sui ricavi del FY2024. In particolare:
 - Per i Paesi per i quali sono disponibili quotazioni liquide dei titoli di Stato, il tasso di riferimento corrisponde alla media dei rendimenti osservati nei sei mesi antecedenti la Data di Valutazione dei titoli di Stato locali con scadenza decennale (fonte: S&P Capital IQ). Per i paesi non appartenenti all'area Euro, i rendimenti sono stati rettificati al fine di escludere l'inflazione locale di lungo periodo ed incorporare l'inflazione di lungo periodo attesa per l'area Euro, in coerenza con la valuta di riferimento del Business Plan (fonte: Economic Intelligence Unit);
 - Per i Paesi per i quali non sono disponibili quotazioni liquide dei titoli di Stato (i.e. Turchia, Polonia), il tasso risk-free rate è stato determinato come somma di: (i) la media dei rendimenti osservati nei sei mesi antecedenti la Data di Riferimento dei titoli di Stato statunitensi con scadenza decennale (fonte S&P Capital IQ), opportunamente rettificata per escludere l'inflazione statunitense di lungo periodo attesa e incorporare l'inflazione di lungo periodo attesa per l'area Euro (fonte: Economic Intelligence Unit), e (ii) il differenziale dei Credit Default Swap ("CDS") tra ciascun paese e gli Stati Uniti, calcolato come media dei valori osservati nei sei mesi antecedenti la Data di Riferimento;
- **Beta unlevered:** elemento rappresentativo del grado di rischio non diversificabile e stimato pari al valore medio osservato in un panel di società quotate operanti nel settore di riferimento, considerando le osservazioni settimanali negli ultimi 3 anni (fonte: S&P Capital IQ);
- **Premio per il rischio di mercato:** media dei valori di ciascun paese in cui opera il Ramo, ponderata sulla base dei ricavi registrati nel 2024 (fonte: Fernandez 2024 "Survey: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 96 countries in 2024" – Consensus per l'Italia);
- **Premio dimensionale,** per fattorizzare la minor dimensione del Ramo in termini di ricavi rispetto al campione di società quotate incluse nel panel utilizzato per il calcolo del Beta;
- **Struttura finanziaria:** è stata considerata la struttura finanziaria specifica del Ramo e composta al 100% da capitale proprio.

Valutazione

Risultati




Alla Data di Riferimento, l'applicazione della metodologia finanziaria UDCF ha condotto alla determinazione di :

- un **Fair Market Value** in continuità del Ramo di Alfatherm pari a **11,8 Eur/mln**;
- un **valore di smobilizzo forzato** del Ramo pari a **7,4 Eur/mln**.



Eur/mln

Valore attuale dei flussi di cassa del periodo esplicito	1,5
 Valore attuale del <i>Terminal Value</i>	10,4
Fair Value Ramo in continuità	11,8
Sconto liquidazione forzata ⁽¹⁾	37,4%
Fair Value Ramo – quick sales	7,4



⁽¹⁾ Sconto medio individuato sulla base delle evidenze emerse dalle aste giudiziarie per l'acquisto di azioni di MeI, periodo 2007-2020.
© Deloitte 2026

Valutazione

Stima del canone congruo di affitto

Ai fini della stima del canone congruo d'affitto, l'esercizio di valutazione si basa sul calcolo di un tasso di rendimento rappresentativo della remunerazione richiesta per il capitale investito netto, espresso a valori correnti, allocato al Ramo oggetto di valutazione. Questo approccio deriva dalla metodologia dell'*Economic Value Added* ("EVA") ed è volto a quantificare il canone d'affitto in linea con il rendimento che sarebbe richiesto per il capitale investito netto allocato al Ramo d'azienda, tenendo conto del profilo di rischio (operativo e finanziario) del Ramo stesso. Pertanto, il canone di locazione è stato stimato applicando al valore corrente del Ramo, un tasso di remunerazione espressivo della remunerazione richiesta dal proprietario del Ramo all'affittuario per il capitale investito netto, a valori correnti, allocato al Ramo stesso.

In particolare, è stato applicato un tasso di remunerazione pari a:

- **3,41%**, corrispondente al costo del debito a valore di mercato (post-tax), determinato come sommatoria (i) dei rendimenti medi nei 6 mesi precedenti la Data di Valutazione degli *EUR Interest Rate Swap* con scadenza decennale (pari a 2,60%) e (ii) uno spread del 1,89%, corrispondente al ICR medio del panel di società quotate in mercati regolamentati operanti nel settore del Ramo. Tale tasso di remunerazione ipotizza che il valore di riscatto del Ramo al termine del contratto di affitto, essendo già concordato tra le parti al momento della stipula, non sarà oggetto di variazioni dovute alla gestione del Ramo da parte dell'affittuario.
- **11,77%**, corrispondente al K_e *unlevered* normalizzato, stimato in considerazione del tasso di attualizzazione utilizzato per la determinazione del valore corrente del Ramo, in ipotesi di un valore di riscatto del Ramo conguagliato al termine del contratto di affitto.

Il canone di locazione annuale è stato pertanto stimato:

- pari a **0,40 Eur/mln** nel caso di applicazione di un canone d'affitto congruo in linea con il costo del debito K_d ;
- pari a **1,39 Eur/mln** nel caso di applicazione del costo del capitale proprio K_e .

Canone in linea con K_d

Eur/mln

Fair Value

11,84



Remunerazione (K_d)

3,41%

Canone di locazione **0,40**

Canone in linea con K_e

Eur/mln

Fair Value

11,84



Remunerazione (K_e)

11,77%

Canone di locazione **1,39**

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

Allegati

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

ASTE
GIUDIZIARIE

Allegati

Tasso di attualizzazione – Panel delle società quotate

Di seguito il panel di società quotate operanti nel settore di riferimento di Alfatherm utilizzate per la stima del parametro beta nel calcolo del WACC.

Società	Descrizione del Business	Beta Untlevered
Westlake Corporation	Westlake Corporation produce e commercializza materiali ad alte prestazioni e materiali essenziali, oltre a prodotti per l'edilizia e le infrastrutture negli Stati Uniti, in Canada, Germania, Cina, Messico, Brasile, Francia, Italia e a livello internazionale.	0.93
Shin-Etsu Chemical Co., Ltd.	Shin-Etsu Chemical Co., Ltd. fornisce materiali per le infrastrutture, l'elettronica e materiali funzionali in Giappone.	1.14
Temapol Polimer Plastik ve Insaat Sanayi Ticaret Anonim Sirketi	Temapol Polimer Plastik ve Insaat Sanayi Ticaret Anonim Sirketi produce e vende fogli termoplastici in Turchia e a livello internazionale.	0.56
Isik Plastik Sanayi ve Dis Ticaret Pazarlama Anonim Sirketi	Isik Plastik Sanayi ve Dis Ticaret Pazarlama Anonim Sirketi produce e vende prodotti in plastica in Turchia e a livello internazionale.	0.64
Teraplast S.A.	Teraplast S.A., insieme alle sue società controllate, produce e vende materiali da costruzione e granuli di PVC in Romania e a livello internazionale."	1.00
Media		0,85

Allegati

Tasso di attualizzazione – Ponderazione Risk-free e MRP

Di seguito di riporta il dettaglio del risk-free e MRP per paese.

	Peso %	Risk-free	Market Risk Premium	rf ponderato	MRP ponderato
Belgio	3,72%	4,31%	5,70%	0,16%	0,21%
Italia	54,15%	3,42%	5,50%	1,85%	2,98%
Polonia	7,31%	4,31%	5,50%	0,34%	0,40%
Slovenia	3,22%	4,31%	5,90%	0,14%	0,19%
Spagna	3,59%	3,21%	5,90%	0,12%	0,21%
Turchia	6,57%	4,31%	16,50%	0,49%	1,08%
Regno Unito	17,47%	4,61%	5,40%	0,82%	0,94%
Stati Uniti	3,97%	4,31%	5,50%	0,16%	0,22%
Totale	100,00%			4,08%	6,24%



Publicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni
ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009

Allegati

Flussi di cassa e valore terminale del Ramo

Di seguito si riportano i flussi di cassa previsti nel periodo di previsione esplicita e il *Terminal Value* del Ramo di Alfatherm.

Eur/mln	ott-dic 2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	TV
	BP	BP	BP	BP	BP	BP	
Ricavi	5,57	39,58	49,91	52,04	54,27	56,53	56,53
EBITDA Adjusted	(1,07)	0,38	2,84	3,32	3,55	4,10	4,10
D&A	(0,48)	(2,00)	(2,08)	(2,19)	(2,31)	(2,32)	(1,41)
Svalutazione magazzino	-	(0,33)	(0,33)	(0,34)	(0,34)	(0,35)	(0,35)
EBIT	(1,55)	(1,95)	0,43	0,79	0,90	1,43	2,34
Imposte figurative	-	-	-	-	-	(0,01)	(0,65)
NOPAT	(1,55)	(1,95)	0,43	0,79	0,90	1,42	1,69
D&A	0,48	2,00	2,08	2,19	2,31	2,32	1,41
Svalutazione magazzino	-	0,33	0,33	0,34	0,34	0,35	-
Δ Fondi	-	-	-	-	-	-	-
Δ CCN	0,80	(1,35)	(1,36)	0,94	(0,14)	(0,42)	-
Capex	(0,13)	(1,86)	(0,85)	(2,58)	(1,28)	(1,44)	(1,41)
Free Cash Flow	(0,40)	(2,83)	0,64	1,68	2,13	2,23	1,69

Il Terminal Value è calcolato con la seguente formula:

$$NPV_{TV} = \frac{FCFO_{tv} * (1+g)}{(WACC-g)} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$$

in considerazione di un:

- FCFO tv pari a 1,69 Eur/mln
- WACC pari a 11,8%
- g-rate pari a 2%
- n pari a 4,75 anni (ottobre 2025- giugno 2030), in applicazione della convenzione mid-period



Deloitte.

Deloitte refers to one or more of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, a UK private company limited by guarantee (“DTTL”), its network of member firms, and their related entities. DTTL and each of its member firms are legally separate and independent entities. DTTL (also referred to as “Deloitte Global”) does not provide services to clients. Please see www.deloitte.nl/about for a more detailed description of DTTL and its member firms.

Deloitte provides audit, tax, consulting, and financial advisory services to public and private clients spanning multiple industries. With a globally connected network of member firms in more than 150 countries and territories, Deloitte brings world-class capabilities and high-quality service to clients, delivering the insights they need to address their most complex business challenges. Deloitte’s more than 200,000 professionals are committed to becoming the standard of excellence.

This communication contains general information only, and none of Deloitte Touche Tohmatsu Limited, its member firms, or their related entities (collectively, the “Deloitte network”) is, by means of this communication, rendering professional advice or services. No entity in the Deloitte network shall be responsible for any loss whatsoever sustained by any person who relies on this communication.

© 2026 Deloitte

Pubblicazione ufficiale ad uso esclusivo personale - è vietata ogni
ripubblicazione o riproduzione a scopo commerciale - Aut. Min. Giustizia PDG 21/07/2009