

POLITECNICO DI TORINO

Corso di Laurea Magistrale

in Ingegneria Gestionale

Anno Accademico 2022/2023



Tesi di Laurea Magistrale

M&A in Italia: successo o fallimento?

Relatore:

Prof. Enrico Luciano

Candidato:

Marco Melcarne
Matricola s291241

Abstract

Le M&A (*Mergers and Acquisitions*) sono tra le operazioni finanziarie più adottate e discusse tra operatori finanziari, accademici e manager: trasformando l'attività di due o più imprese, influiscono su un insieme ampio ed eterogeneo di attori, quali manager, dipendenti, competitor, azionisti, creditori e altri portatori di interesse (*stakeholder*) nei confronti dell'azienda. Per provare a identificare chi trae vantaggio dall'operazione e chi subisce conseguenze negative, è necessario qualificare il "successo" delle operazioni di M&A nel contesto italiano, costituito prevalentemente da Piccole e Medie Imprese non quotate in borsa e avverse al rischio.

Il seguente lavoro di tesi si pone l'obiettivo di analizzare un campione di 66 operazioni di M&A completate in Italia nel periodo 2015-2018 (quattro anni), valutando l'eventuale successo per le imprese coinvolte, i loro azionisti e i loro creditori, determinando l'impatto di una serie di caratteristiche afferenti alla condizione finanziaria delle imprese e alla struttura dell'M&A già oggetto di letteratura accademica pregressa. Le imprese coinvolte sono state osservate nei tre anni precedenti e nei tre anni successivi all'operazione, per un periodo complessivo (*span* temporale) di un decennio.

Il Capitolo 1 introduce il concetto di M&A e di struttura di un deal, spiegando i possibili obiettivi, i *player* strategici e le fasi che caratterizzano una operazione di M&A, oltre a fornire una panoramica globale e locale del fenomeno delle M&A in cui la ricerca si inserisce.

Il Capitolo 2 presenta una retrospettiva sulla letteratura accademica che ha analizzato il fenomeno delle M&A, fornendoci una definizione chiara di *successo* e gli spunti per determinare le ipotesi da testare nei successivi capitoli.

Il Capitolo 3 formula i quesiti chiave della ricerca e alla definizione del processo di raccolta, selezione e analisi dei dati, ponendo il focus sulla necessità di inquadrare i risultati delle imprese impegnate nei deal confrontandoli con il proprio settore di riferimento, identificato da quello che sarà definito come il "Gruppo dei Peers", nello stesso periodo storico.

Il Capitolo 4 presenta l'analisi dei parametri di *performance* delle imprese che intraprendono l'operazione di M&A, sia dal punto di vista dell'impresa acquirente (o *Bidder*) che di quella acquisita (nota come *Target*), tenendo conto degli interessi di una molteplicità di stakeholder delle stesse: rispettivamente l'impresa stessa in un'ottica di valutazione della redditività operativa, gli azionisti, attraverso l'eventuale creazione o distruzione di valore patrimoniale e i creditori, mediante l'evoluzione dell'esposizione debitoria dell'impresa e il conseguente rischio di *distress finanziario*.

Il Capitolo 5 individua e analizza le caratteristiche che influiscono sull'eventuale successo o fallimento di un deal, valutando gli effetti sui diversi stakeholder precedentemente menzionati.

Il Capitolo 6 presenta una sintesi dei risultati ottenuti dalla ricerca: l'analisi evidenzia che le M&A hanno successo per le imprese Target, mentre l'effetto sulla Bidder e sul combinato delle due imprese risulta mediamente poco significativo. A maggiore livello di dettaglio, le operazioni di maggiore successo sono quelle caratterizzate da una maggiore dimensione, mentre altre caratteristiche come la struttura del deal o l'eventuale condizione di Distress Finanziario delle due imprese nel periodo precedente al closing sembrano avere effetti sulla probabilità di successo. Questi risultati gettano le

basi per un approfondimento futuro della tematica, e la Sezione finale del Capitolo offre spunti ulteriori per ampliare e arricchire la Ricerca.

Sommario

<i>Capitolo 1: Introduzione</i>	7
1.1. Come è strutturata una M&A	9
1.2. Panoramica globale e italiana	12
<i>Capitolo 2: Stato dell'arte e bibliografia accademica pregressa</i>	14
<i>Capitolo 3: Quesiti di Ricerca e Processo di Analisi</i>	21
3.1. Quesiti della ricerca	21
3.2. Descrizione del processo di analisi	22
3.3. Il Gruppo dei Peers	23
<i>Capitolo 4: Analisi</i>	25
4.1. Indice di Rendimento Operativo	26
4.1.1. Imprese Bidder	27
4.1.2. Imprese Target	29
4.1.3. Imprese Bidder+Target	31
4.2. Indice di Creazione di Valore Patrimoniale	33
4.2.1. Imprese Bidder	33
4.2.2. Imprese Target	35
4.2.3. Imprese Bidder+Target	37
4.3. Indice di Distress Finanziario	39
4.3.1. Imprese Bidder	40
4.3.2. Imprese Target	42
4.3.3. Imprese Bidder+Target	44
<i>Capitolo 5: Identificazione caratteristiche chiave</i>	46
5.1 Dimensione del deal	46
5.2. Diversificazione o Focus	56
5.3. Financial Distress Bidder Pre-Merger	65
5.4. Financial Distress Target Pre-Merger	76
5.5. Case Studies	85
<i>Capitolo 6: Sintesi dei risultati, limiti e futuri passi della ricerca</i>	97
6.1. Sintesi dei risultati	97
6.2. Limiti della ricerca	100
6.3. Futuri Passi della ricerca	101
Bibliografia e Sitografia	102
Allegati	104
Allegato A – Operazioni senza incorporazione completa dell'impresa Target	104

Allegato B – Operazioni con incorporazione completa dell’impresa Target.....	105
Allegato C – Gruppi dei Peers.....	107
Allegato D – EBITDA Margin(%) per M&A senza incorporazione della Target	116
Allegato E – EBITDA Margin(%) per M&A con incorporazione completa della Target	127
Allegato F – PFN/EBITDA per M&A senza incorporazione completa della Target	134
Allegato G – PFN/EBITDA per M&A con integrazione completa della Target	145
Allegato H – Patrimonio Netto per M&A senza incorporazione completa della Target	152
Allegato I – Patrimonio Netto per M&A con integrazione completa della Target	163
Allegato J – Codici ATECO 2007 e Macrocategorie.....	170
Allegato K: Classificazione deal Same Industry (SI) e Non Same Industry (NSI).....	171

Capitolo 1

Introduzione

Nel mondo della finanza, un ambito dibattuto è quello delle operazioni M&A (Fusioni e Acquisizioni), che prevedono la trasformazione aziendale di due o più attività: nel caso delle fusioni (*Merger*) due società separate vanno a confluire in una nuova entità diversa dalle due precedenti, mentre durante le acquisizioni l'impresa acquirente (*Bidder*) ottiene la proprietà e il controllo di quella acquisita (*Target*).

Le operazioni di Mergers & Acquisitions sono strutturate in varie tipologie, ma l'articolo di Early scritto per McKinsey ¹ ci consente di ricondurli a quattro categorie per caratteristiche, obiettivi e dimensioni relative del deal:

- **Skills/product expansion:** operazioni che hanno l'obiettivo di espandere la linea produttiva, acquisire nuove capacità o skills e costruire nuove piattaforme per raggiungere una customer base più ampia e internazionale. Il deal ideale è di dimensioni medio-piccole.
- **Market roll-up:** deal che ambiscono ad aggregare società in settori frammentati dove non ci sono player di livello regionale/nazionale al fine di ottenere economie di scala e di scopo; di solito sono costituite da grandi compagnie che comprano altre più piccole.
- **Consolidation:** M&A guidate dall'obiettivo di tagliare costi e ridurre la capacità in eccesso in un settore maturo o ad alta intensità di capitali. Il deal ideale è un merger di società alla pari.
- **Transformation:** operazioni per costruire nuovi modelli di business in settori convergenti/limitrofi, sviluppando la vision futura oltre le capacità attuali. L'operazione tradizionale di questo tipo è costituita dal merger di grandi imprese di dimensioni simili.

Oltre a questa categorizzazione molto efficace ma non ancora consolidata nella di ricerca accademica, ci si attiene alla suddivisione canonica dei deal a seconda della posizione relativa delle parti coinvolte nell'operazione sulla filiera produttiva: si parla quindi di **integrazione orizzontale** quando le aziende che operano il deal fanno parte della stessa fase della supply chain, mentre l'**integrazione verticale** prevede la combinazione di due aziende che si occupano di due step differenti, rispettivamente **a valle** se il gruppo di controllo è detenuto dal predecessore e **a monte** se la controllante è l'azienda che opera nelle fasi successive. Questa classificazione è indipendente dalla struttura e dalle finalità

¹ Early, S. (2004), New McKinsey research challenges conventional M&A wisdom, Strategy and Leadership, 4-11.

dell'operazione, quindi non si identificano contraddizioni tra la stessa e quella prospettata da McKinsey.

Nell'ottica di una operazione strutturata, numerosi elementi e stakeholders intervengono:

- **Promoter dell'operazione:** strategico o finanziario.
 - Investitore strategico: solitamente una impresa che opera nella stessa supply chain o un competitor, ambisce a diverse strategie di business: leadership di mercato, scaling, integrazione verticale o orizzontale), sinergie commerciali, diversificazione.
 - Investitore finanziario: fondi Private Equity, compagnie di investitori o holding finanziarie, puntano alla crescita del valore dell'impresa in un'ottica di Short-Medium Term: ristrutturazione di business, ottimizzazione della capital structure, uscita dal settore.
- **Finanziatore dell'operazione:** interno o esterno all'impresa
- **Natura del finanziamento:** debt, equity o strumenti finanziari ibridi.

Le operazioni di M&A sono fortemente cicliche, per cui quantità e valore delle operazioni aumentano nelle fasi di crescita del mercato: se ci si aspetta scenari di crescita si stimano maggiori profitti che andranno a ripianare il debito contratto per il buyout e una operazione che consente di incrementare i ricavi (tramite l'espansione della quote di mercato o l'ingresso in nuovi mercati) o tagliare i costi (sinergie di *scaling*) è vista come un enhancer per la crescita economica; in fase di recessione e decrescita economica, le banche sono meno propense a finanziare deal che portano con loro un rischio intrinseco di fallimento, più o meno grande.

L'obiettivo di questa ricerca accademica è quello di contestualizzare le dinamiche di mercato globali in un'ottica nazionale Italiana che è ben differente: secondo i dati Consob di luglio 2021², sono infatti 475 le società italiane quotate in Borsa, la cui capitalizzazione costituisce in percentuale solo il 32% del PIL Nazionale; dagli archivi della Banca Mondiale³, in Germania, Francia e Regno Unito, che hanno mercati finanziari maggiormente orientati all'*equity financing* rispetto al finanziamento a debito, questo rapporto è pari rispettivamente al 58,7%, 84,8% e 116,5%, secondo i dati.

Questa analisi ci porterà a determinare quanto della consistente mole di affari conclusi in Italia nell'ultimo decennio abbia effettivamente portato beneficio alle parti in causa e quali sono le

² Consob, Bollettino statistico n.18, Le società quotate e l'intermediazione finanziaria nel 2020, giugno 2021

³ The World Bank, Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP)

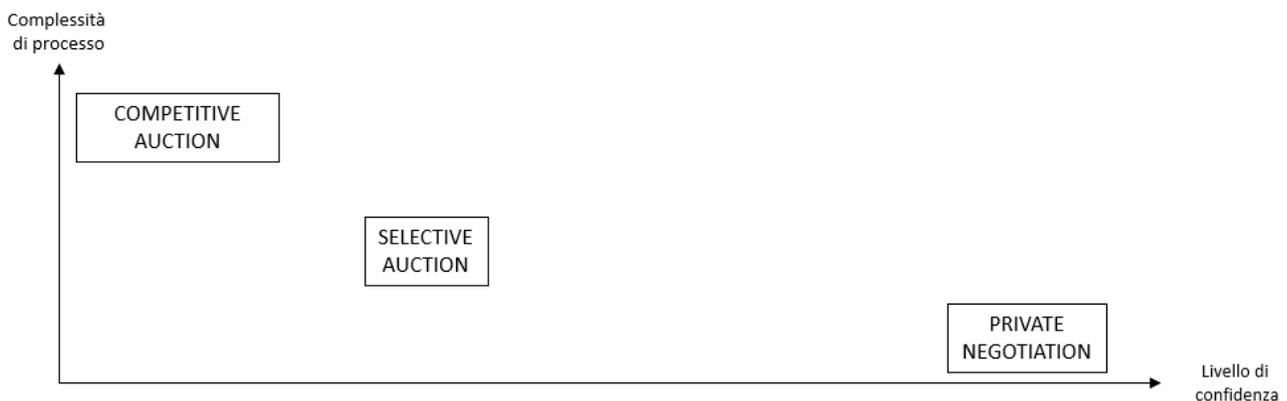
caratteristiche che determinano il deal ideale, quali schemi è meglio seguire in fase di integrazione post-M&A e quali evitare.

1.1. Come è strutturata una M&A

Il processo di M&A è strutturato in diverse fasi⁴:

1. **Contatti preliminari e Targeting:** Gli advisor, solitamente esterni per garantire l'indipendenza ed evitare conflitti di interessi interni alla corporation (per alcuni manager l'operazione potrebbe essere vista come una occasione per fare empire building), ricevono il mandato di occuparsi della ricerca di potenziali compratori (bidder) e ricevono delle prime offerte non vincolanti (Non Binding Offer)
2. **Shortlist and Selection:** Vengono raccolte tutte le NBO e si procede con una scrematura dei potenziali acquirenti. Si struttura in due principali alternative, a seconda della complessità e della dimensione del deal e della confidenza tra bidder e target:

Figura 1: Tipologie di selezione del bidder



Competitive Auction:

- Aperta al pubblico e flessibile
- Consente il mantenimento della pressione sui prezzi
- Massimizza il prezzo di vendita
- Necessario divulgare al mercato molte informazioni
- Poco adatto a società non quotate.

Private Negotiation:

- Alto controllo su dati e informazioni
- Il bidder deve dimostrare di voler chiudere il deal in breve periodo a buon prezzo
- Il venditore è in una posizione negoziale più debole, quindi l'affare si chiuderà a un prezzo di vendita più basso rispetto all'asta competitiva.

⁴ Luciano E., "Dispense del Corso di Mercati, Rischi e Strumenti Finanziari", Politecnico di Torino, 2022

Le imprese più piccole attuano una Selective Auction (una variante dell'asta competitiva tra imprese selezionate a priori).

3. **Due Diligence** Verifica iterativa degli elementi che richiedono la revisione di più condizioni contrattuali perché non permetterebbero la realizzazione di investimenti, si struttura su vari aspetti: Financial, Legal, Operational, Tax, Environmental. Si analizzano risultati storici, valutando affidabilità e consistenza delle previsioni di sviluppo del Business Plan.
4. **Acquisition agreement**
5. **Closing**

I consulenti coinvolti nella M&A preparano i seguenti documenti per avviare i primi contatti:

- **Teaser (Blind Profile):** Breve sommario sull'impresa interessata all'acquisto con informazioni su storico, mercato di riferimento, dati finanziari e prospettive di crescita.
- **NDA (Non Disclosure Agreement):** Documento con validità legale in cui le due parti accettano di non diffondere informazioni confidenziali sulla controparte e sull'accordo.
- **Information Memorandum:** Documento con informazioni più dettagliate sull'impresa target, sulla posizione finanziaria e sul mercato.

La fase di acquisizione prevede decisioni sulla forma di finanziamento e sul metodo di pagamento utilizzate. Le forme di finanziamento principali sono:

- **Internal funds:** Cassa, riserve o asset altamente circolante, utilizzato da imprese ricche di cassa
- **Debt Financing:** Classificabile in tre macrocategorie:
 - **Bank Financing:** Finanziamento attraverso l'apertura di nuove linee di credito
 - **Private Debt:** Prestiti con istituzioni private
 - **Public Bonds:** Prestiti obbligazionari
- **Share issuance:** Emissione azionaria.
- **Debt+Equity:** Combinazione di linee di credito ed emissione di titoli azionari.

Di solito il finanziamento a debito ha un orizzonte di Medio-Lungo Termine poiché gli effetti positivi del deal (sinergie operative, vantaggi di cost-cutting) si iniziano a ottenere dopo l'integrazione delle due imprese combinate ed è un processo che richiede tempo.

Numerose fonti di letteratura hanno classificato in ordine gerarchico le fonti di finanziamento, basti pensare alla Pecking Order Theory (Myers&Majluf, 1984), secondo cui la gerarchia ideale per ridurre i rischi e costi di finanziamento dovuti ad asimmetrie informative è la seguente:

Figura 2: Pecking Order



Il metodo di pagamento può essere:

- **Cash:** Pagamento interamente in denaro, attraverso le varie forme di finanziamento menzionate precedentemente.
- **Equity:** Pagamento attraverso lo scambio di azioni della società che sta operando il deal
- **Cash+Equity:** Combinazione ibrida di pagamento in cash e in titoli azionari.

1.2. Panoramica globale e italiana

Il fenomeno delle M&A è stato per anni in crescita: secondo i dati riportati dal giornale *The Economist*⁵, il 2021 ha superato ogni record sul valore delle operazioni di Mergers&Acquisitions: in tutto il mondo sono state annunciate oltre 50000 deal, per un valore di circa 5,1 trilioni di dollari. Una mole di operazioni mai vista prima, che porta con sé anche alcune criticità e interrogativi:

- Quanti di questi deal avranno successo?
- Chi otterrà benefici da questi accordi?
- Perché si è deciso di fare questa operazione?

Il primo interrogativo non ha una risposta definitiva, poiché il criterio di valutazione di successo o insuccesso delle M&A varia tra i diversi studi: alcuni studi stimano il tasso di fallimento intorno al 50%, altri lo attestano al 75% o persino al 90%, secondo altri studi più pessimisti. In ogni caso, si può affermare che la risposta generale emersa da una sintesi delle varie analisi che si sono concentrate sul tema sia “*Meno del previsto*”, a causa delle diverse problematiche che emergono durante la fase di trattativa e di integrazione post-Merger.

Una possibile risposta alla terza domanda ci viene fornita da Cynthia Romano e Molly Jobe nel loro articolo “*Why so many M&A transactions fail and how not to be one of them*”⁶ a partire dal motto “*Money just sitting is being lost*”: si ritiene che il capitale che rimane fermo e non viene impiegato “perda di valore” perché non vengono colte delle potenziali opportunità di investimento e questo motto spinge molti istituti di credito a finanziare progetti fallimentari; *The Economist*⁷ suggerisce che ad alimentare questa frenesia collettiva sulle transazioni alcune responsabilità siano da imputare a intermediari finanziari per il loro desiderio di ampliare la loro sfera di influenza, che li porta a convincere i manager che qualsiasi deal sia possibile: *flattery is hard currency in the market for advise*.

Numerosi articoli accademici si sono incentrati sulla profittabilità delle operazioni di M&A e le probabilità di fallimento del deal talvolta sono maggiori rispetto a quelle di successo, poiché possono emergere durante il processo innumerevoli cause di fallimento: talvolta le sinergie attese non vengono

⁵ The Economist: *Booming M&A is smashing records*, 27 novembre 2021

⁶ CohnReznick: Romano C., Jobe M., *Why so many M&A transactions fail, and how not to be one of them*, 6 gennaio 2022

⁷ The Economist: *Firms' unwise addiction to mergers and acquisitions*, 24 agosto 2022

realizzate per problemi di integrazione post-merger, in altri casi i miglioramenti nelle performance operative non sono sufficienti a ripianare il debito con cui si è finanziato il deal e si giunge all'insolvenza; in altri casi il deal non riesce ad andare oltre lo step di Due Diligence perché si riscontrano problemi insormontabili a livello di management e gestione delle mansioni tra Bidder e Target.

Restringendo l'ambito di studio alle operazioni che coinvolgono imprese italiane, perlopiù non quotate e meno soggette alla volatilità delle reazioni dei mercati, è da tenere in considerazione il fatto che la stragrande maggioranza delle operazioni di Fusione e Acquisizione coinvolga società di piccole e medie dimensioni, che costituiscono la quasi totalità del panorama: secondo il rapporto KPMG ⁸, nei primi due semestri si è assistito al calo del 13% sul numero di operazioni concluse tra 2021 e 2022 (616 vs 537), mentre sul deal value si registra un calo più drastico, dovuto anche al megadeal FCA+PSA=Stellantis del 2021, caratterizzato da un deal value di 19,8 miliardi: secondo il curatore del rapporto Max Fiani, "I controvalori subiscono un forte rallentamento, mentre risulta meno definito il calo dei volumi grazie alla tenuta del mid-market".

Obiettivo di questa ricerca accademica è quella di valutare lo scenario economico e finanziario italiano dell'ultimo decennio in ambito di Fusioni e Acquisizioni, determinando i trend e i motivi dell'eventuale successo o insuccesso delle transazioni ed effettuando una analisi critica dei meccanismi che spingono molte imprese a intraprendere operazioni che si crede possano essere il "proiettile d'argento" (*silver bullet*)⁹ che risolverebbe tutti i problemi dell'impresa, ma che comportano solo distruzione di valore.

⁸ KPMG: *Il mercato in cerca di una direzione fra segnali spesso discordanti*, 1 luglio 2022

⁹ Wikipedia, "Silver bullet": Metafora per una soluzione semplice, quasi magica, a un problema complesso

Capitolo 2

Stato dell'arte e bibliografia accademica progressa

L'efficacia e la profittabilità delle operazioni di Merger and Acquisitions è un tema ampiamente discusso e dibattuto, con risultati differenti tra le varie pubblicazioni. È ampiamente diffusa l'ipotesi che prevede che più della metà di tali operazioni comportino un fallimento (secondo alcune ricerche il failure rate si avvicina al 90%), ma tale ipotesi presenta alcuni limiti strutturali, presentati da Robert F. Bruner¹⁰:

- Il criterio di definizione di successo o insuccesso è vago e manca di precisione («*What is missing in the popular discussion is a rigorous definition of what the conventional wisdom means by "failure" in M&A*»): genericamente si intende un mancato soddisfacimento degli obiettivi delle operazioni, senza tener conto degli obiettivi o della variazione delle condizioni delle imprese coinvolte nel Merger.
- Secondo il parere di alcuni studi, il fallimento prevede erosione di patrimonio dell'impresa e degli shareholders, ma è un criterio troppo rigido: il valore delle azioni può oscillare a causa di trend favorevoli del mercato (ciclicità vs anticiclicità delle fasi di mercato), shock esterni o innovazioni tecnologiche che possono comportare delle *défaillance* per Merger che in fase di strutturazione avevano un buon potenziale di riuscita o consentire a operazioni potenzialmente poco efficaci di beneficiare di trend esogeni favorevoli e ottenere migliori performance grazie a contingenze esterne. È necessario quindi contestualizzare l'operato della coppia o del cluster di imprese coinvolte nel deal nel contesto del settore, attraverso un gruppo di controllo di aziende che possono essere comparate per settore di operatività e dimensione
- Risulta necessario inserire alcuni margini entro il quale le variazioni nei rendimenti non sono significative e si riscontra una tendenza alla conservazione al mantenimento dell'inerzia precedente al deal: «*Riconoscendo che la maggior parte dei movimenti del prezzo delle azioni siano soggetti a un certo rumore, un approccio più sensato si concentra su fallimenti significativi ed escludono il rumore*».

Inoltre, riteniamo che la selezione delle metriche di valutazione finanziaria debba comprendere un ampio spettro di criteri e indici delle performance dell'azienda, per cui l'analisi dovrà comprendere

¹⁰ Bruner, R. (2004), Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research, *Journal of Applied Corporate Finance*, 63-76.

indici di valutazione del Patrimonio Netto, che può essere una proxy della soddisfazione degli azionisti (principali stakeholder dell'azienda), ma anche misure di performance operative che aiutino a capire se l'impresa riesce ad autofinanziarsi e criteri di valutazione di distress finanziario nei confronti dei creditori dell'azienda, ovvero quanto l'azienda rischia di trovarsi esposta e non riuscire a ripagare i debiti di varia natura contratti.

Tenuto conto di questi fattori, risulta necessario trovare un criterio di determinazione dell'eventuale successo o insuccesso e, in secondo luogo, un metodo di studio ed estrazione dei dati: il primo elemento viene proposto da Bruner¹¹ basandosi sul valore dei *required returns*, ovvero il ritorno che gli stakeholders avrebbero ottenuto se avessero dirottato le proprie risorse in investimenti di simile natura; si può definire come il costo opportunità di aver scelto di investire proprio in quella impresa in un portfolio di opportunità, diverse per struttura dimensionale e settore, ma simili per ritorni attesi. I possibili scenari sono i seguenti:

- **Valore distrutto:** i ritorni dell'investimento sono minori dei required returns, quindi gli shareholders avrebbero fatto meglio a investire altrove;
- **Valore creato:** gli investitori ottengono maggiori ritorni rispetto a quelli richiesti: a beneficiare di tale incremento di valore saranno gli shareholders della nostra impresa;
- **Valore conservato:** gli investitori ottengono ciò che si aspettano da quel livello di rischio e, a seconda della struttura dell'impresa e, in particolare, del settore in cui la stessa opera, può variare in maniera consistente (settori ad alta intensità di capitali sono caratterizzati da bassi margini e viceversa).

Il concetto di fallimento dell'M&A è quindi circoscritto al primo scenario, nel quale l'investimento ha comportato ritorni minori del costo opportunità, e quest'ultimo dipende principalmente dalle condizioni del settore, che possono mutare a causa delle condizioni del mercato: in “New evidence and perspective on mergers” di Gregor Andrade, Mark Mitchell ed Erik Stafford¹² sono riportati i risultati degli studi di Healy, Palepu e Ruback (1992), che sostengono che i cash flow operativi delle imprese post-deal calano, ma *meno* rispetto ai propri competitor che non si prodigano in operazioni di M&A: in quest'ottica, si può ritenere il Merger come strumento di protezione da condizioni avverse

¹¹ Bruner, R. (2004), Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research, *Journal of Applied Corporate Finance*, 63-76.

¹² Andrade, G. M.-M., Mitchell, M. L., & Stafford, E. (2001), New Evidence and Perspective on Mergers, *SSRN Electronic Journal*.

di mercato, oltre a consolidare la necessità di confrontare le metriche di misura delle performance con un *benchmark* di mercato, approssimato a un Gruppo di imprese comparabile per settore di riferimento e ordini di grandezza dimensionale. Andrade, Mitchell e Stafford fanno inoltre notare che i competitor non sono solamente uno strumento di misura e confronto, ma anche dei possibili Target per operazioni fruttuose: dagli anni '70 il numero di Merger tra imprese appartenenti allo stesso settore è stato in costante crescita fino agli anni '90, associando questa ondata di operazioni di M&A (la *quarta ondata* di M&A) a un alto tasso di *relatedness*: “L’immagine conclusiva dei merger negli anni '90 che emerger è quella in cui le parti che si fondono, spesso in settori collegati, negoziando uno scambio di azioni amichevole”. Risulta necessario ricordare che ogni ondata di Merger ha le proprie peculiarità e caratteristiche: ad esempio, l’ondata precedente o *terza ondata*, sviluppatasi a cavallo tra gli anni '50 e '70, è stata caratterizzata da alta diversificazione e dalla costituzione di grandi conglomerati (“Third Wave: Diversified Conglomerate Mergers”, come descritto da Sangjun Cho e Chune Young Chung in “Review of the Literature on Merger Waves”¹³). Sarà così anche la recente ondata di Mergers degli anni 2010, e in particolare in Italia? Il tasso di connessione tra i settori dell’impresa acquirente di quella acquisita sarà uno dei topic analizzati in questa tesi come potenziale fattore di successo.

Il metodo di estrazione e valutazione dei dati può essere di varia natura: Robert F. Bruner ne propone quattro¹⁴:

- **Event studies:** si valutano gli abnormal returns delle azioni nel periodo dell’annuncio del deal;
- **Accounting studies:** si valutano le performance finanziarie e operative delle imprese coinvolte prima e dopo il deal, confrontandole con imprese simili per dimensioni e settore di riferimento (il Gruppo dei Pari);
- **Surveys of executives:** si propone ai manager un questionario standardizzato e si fa inferenza dei risultati aggregati;
- **Clinical studies:** si studia un gruppo ristretto di casi in maniera approfondita, spesso facendo interviste sul campo con persone direttamente coinvolte nel deal ed esecutivi delle imprese coinvolte.

Nel contesto di imprese di medie dimensioni e non quotate come la maggior parte delle imprese italiane oggetto di valutazione, gli strumenti di valutazione di un deal più efficaci sono gli accounting

¹³ Cho, S., & Chung, C. Y. (2022), Review of the Literature on Merger Waves, *Journal of Risk and Financial Management*, 432.

¹⁴ Bruner, R. F. (2003), Does M&A Pay? (Chapter 3), *SSRN Electronic Journal*.

studies, che aiutano a “misurare la febbre” allo Stato Finanziario e Patrimoniale dell’impresa prendendo in analisi degli indici di immediata lettura, e i clinical studies, nei quali si analizzano in maniera approfondita alcune operazioni che sono risultate di successo e altre che si sono concluse in maniera fallimentare.

L’analisi e lo studio della redditività delle operazioni, tale che porti a una risposta alla domanda “Le M&A hanno successo?”, non sono esaustivi, e nella nostra ricerca siamo interessati a determinare anche quali sono i fattori di successo o fallimento delle M&A. Anche su questo tema si è ampiamente dibattuto, con innumerevoli studi e ricerche sviluppate per mezzo di event studies che misurano metriche quali Cumulative Abnormal Returns (CARs). Uno dei lavori più esaustivi e ampi è quello realizzato da Luc Renneboog e Cara Vansteenkiste in “Failure and success in mergers and acquisitions”,¹⁵ nel quale viene passata in rassegna una lunga lista di elementi che possono comportare fallimento del deal, a partire da errori comportamentali del CEO e del management dovuti a bias di hybris, overconfidence e narcisismo, passando per la struttura di Bidder e Target e la distanza relativa tra le due imprese (sia culturale sia geografica), e la struttura dell’operazione come metodo di pagamento e fonti di finanziamento, per ognuno dei quali si verificano le ipotesi e i risultati della letteratura accademica pregressa. Tra le numerose caratteristiche menzionate da Renneboog e Vansteenkiste, solo tre vengono identificate e chiaramente associate a trend su ritorni sulle azioni nel breve termine e performance operative di lungo periodo:

- **Acquisizioni seriali:** se una impresa si impegna in acquisizioni in serie, le performance operative diminuiranno con il proseguire delle operazioni, a causa della crescente overconfidence del CEO e del fatto che molte imprese acquirenti non riescono a sviluppare le competenze per ottenere economie di apprendimento
- **Tasso di connessione e correlazione:** gli Acquirer che si impegnano in operazioni verso Target con un certo tasso di correlazione (focus) ottengono migliori performance rispetto a operazioni di diversificazione, poiché c’è maggiore probabilità di avere le risorse e le capacità per integrare la Target
- **Intervento diretto degli shareholders:** le operazioni hanno migliori rendimenti se gli azionisti votano e si impegnano attivamente nella vita dell’azienda, grazie alle doti di monitoraggio degli investitori istituzionali di lungo periodo.

¹⁵ Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019), Failure and Success in mergers and acquisitions, *Journal of Corporate Finance*, 650-699.

Molti studi hanno analizzato e studiato possibili correlazioni tra determinate caratteristiche della struttura dell'impresa e performance del deal: nell'ottica della nostra ricerca, uno dei più interessanti è "Distressed acquirers and the bright side of financial distress"¹⁶ di Nejadmalayeri e Rosenblum, che si concentra sullo stato di distress finanziario dell'impresa Bidder: secondo i loro risultati, le imprese che si impegnano in operazioni di M&A mentre sono in stato di distress hanno dei risultati di gran lunga superiori alle operazioni di M&A di imprese caratterizzate da una migliore condizione finanziaria. Un plausibile motivo è questo: lo stato di allarme dell'impresa in distress incentiva il management a intraprendere operazioni orientate quasi esclusivamente al benessere dell'azienda e non a perseguire benefit personali, riducendo la probabilità che l'impresa finisca in bancarotta: questa ipotesi verrà testata anche sulla nostra base dati.

Dal lato delle imprese acquisite, uno degli studi più esaustivi riguardo la relazione tra financial distress ed M&A è quello di Kent Clark ed Eli Ofek, "Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation"¹⁷, nel quale si sono raccolte e analizzate le analisi di imprese distressed che vengono ristrutturate attraverso una M&A, ma dal quale non emergono risultati positivi per i Bidder che hanno intrapreso l'operazione; d'altro canto, lo studio pone l'accento sul fatto che la variabile principale che determina performance post-deal positive è l'andamento medio del settore della Target, quindi risulta necessaria una certa dose di fortuna; In questo studio vengono analizzate altre caratteristiche inerenti alle due imprese e alla struttura del deal: ad esempio, se le Target hanno limitata dimensione relativa rispetto all'impresa acquirente, risulteranno necessari meno sforzi e meno capitale investito nella ristrutturazione da parte della Bidder e a questo sono associati migliori performance. Se il bid determina alto indebitamento (*leverage*) nella fase post-M&A il costo dell'indebitamento (Myers) e del *debt overhang* riducono le performance dell'operazione. Alcune di queste caratteristiche saranno testate nelle successive sezioni di Analisi della nostra ricerca.

Degna di menzione anche la relazione tra operazioni di Merger and Acquisition e variazione della *struttura di capitale*, ovvero la combinazione ideale di debito (di breve o lungo periodo, contratto verso banche, obbligazionisti o altri player) ed equity (Patrimonio Netto) che massimizza il valore dell'azienda. Questo tema è stato analizzato da M. Blomkvist, K. Felixson, A.Loflund e H. Vyas in

¹⁶ Nejadmalayeri, A., & Rosenblum, A. (2022), Distressed acquirers and the bright side of financial distress, *International Review of Financial Analysis*, 102303.

¹⁷ Clark, K., & Ofek, E. (1994), Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 541.

“Strategic underleveraging and acquisitions”¹⁸, nel quale si sostiene l’ipotesi che, nelle fasi precedenti alla strutturazione di una M&A (tendenzialmente 2 anni prima), le imprese si allontanano dalla struttura di capitale ottimale riducendo la propria leva finanziaria: questo processo comporta un trade-off, poiché la riduzione del debito si associa all’attenuazione dei benefici del *tax shield*, che verranno ripagati dalle sinergie attese sviluppate dalle imprese congiunte post-M&A. Le azioni condotte dall’azienda per ridurre la leva possono essere un’emissione azionaria o una parziale estinzione del debito e all’aumentare della dimensione dell’impresa Target risultano necessari maggiori livelli di underleveraging, soprattutto per le operazioni che prevedono un’asta competitiva nelle quali le rilevazioni empiriche dimostrano che, tra le potenziali competitor interessate, l’impresa con la maggiore probabilità di completare l’acquisizione è quella con minore leva.

Il recente articolo “Does merger & acquisition (M&A) strategy matter? A contingency perspective”¹⁹ offre una nuova visione e metodologia per analizzare il successo o il fallimento del deal attraverso lo sviluppo della Teoria della Contingenza²⁰: piuttosto che vedere ogni caratteristica dell’impresa Bidder, della Target o della struttura dell’M&A come un elemento indipendente e a sé stante testato da regressioni multiple, questo studio analizza in maniera olistica l’ambiente macroeconomico esterno (fase di boom economico o recessione), le decisioni strategiche dell’impresa (sfruttamento di imprese dello stesso settore, per massimizzare il bagaglio di competenze già acquisite dall’acquirente – exploitation- o scoperta e ingresso in nuovi mercati, sviluppo nuovi prodotti e nuove tecniche – exploration) e l’attenzione del CEO nei confronti della mission di massimizzare il valore delle azioni per gli shareholder a dispetto dei benefit personali e obiettivi egoistici. Questi tre fattori, combinati insieme, determinano numerose configurazioni e, al variare di alcune condizioni, determinate scelte strategiche diventano più o meno efficaci.

Inoltre, nel giudizio complessivo, la percentuale di *failure rate* (inteso come percentuale di imprese le cui performance sono più basse dei competitor in maniera significativa) si attesta su una media del 49.6% che, pur essendo un valore da non sottovalutare e che non spiega il motivo per cui la mole di

¹⁸ Blomkvist, M., Felixson, K., Löflund, A., & Vyas, H. (2022), Strategic underleveraging and acquisitions, *Journal of Corporate Finance*, 102283.

¹⁹ Angwin, D., Urs, U., Appadu, N., Thanos, I., Vourloumis, S., & Kastanakis, M. (2022), Does merger acquisition (M&A) strategy matter? A contingency perspective, *European Management Journal*, 847-856.

²⁰ Treccani, “Contingenza, teoria della”: Teoria comportamentale della struttura interna delle organizzazioni, sviluppatasi negli Stati Uniti negli anni 1960-70, secondo la quale non esiste un unico tipo di leadership o organizzazione più efficiente, ma piuttosto il modello da preferire dipende da una serie di fattori contingenti, sia interni sia esterni, alle organizzazioni stesse.

imprese che si impegnano in M&A sia sempre alto, è ben più basso di altri articoli di ricerca che spesso tendono a enfatizzare in maniera pessimista alcune delle criticità nell'estrapolazione dei dati presentate anche da Bruner nel suo articolo.

Capitolo 3

Quesiti di Ricerca e Processo di Analisi

3.1. Quesiti della ricerca

L'obiettivo della seguente ricerca accademica è di delineare il quadro delle operazioni di M&A in Italia, determinando la quantità di imprese che ottengono vantaggio dall'operazione e la quota di Bidder e Target che vede il proprio deal risolversi in un fallimento, confrontando i *findings* ottenuti dall'analisi con i risultati presentati dalla letteratura accademica pregressa, che mostra alta variabilità tra i vari studi in merito al *success rate*, ovvero alla percentuale di deal di successo su quelli totali analizzati.

Come evidenziato nel Capitolo 1.2, lo scenario economico e finanziario italiano è ben diverso rispetto a quello mondiale a causa del maggior ricorso al mercato del debito a discapito di quello azionario, perciò ci attendiamo risultati differenti in termini di tasso di successo delle operazioni.

Il primo quesito di ricerca è quindi il seguente:

Q1: *“Qual è l’effetto delle operazioni di M&A sulle imprese che le intraprendono, in termini di creazione di valore? Come impatta sugli interessi di stakeholder dell’impresa quali azionisti e creditori?”*

Ulteriore scopo della ricerca è determinare l'effetto e l'impatto di alcune caratteristiche specifiche nella struttura dell'M&A e delle imprese coinvolte nell'operazione, testando la robustezza delle ipotesi presenti in articoli accademici facenti parte dello stato dell'arte sulla Base Dati di operazioni delle M&A italiane analizzate. Ad esempio, l'impatto della struttura dell'M&A sulle sue prestazioni.

Il secondo quesito di ricerca è dunque:

Q2: *“Quanto incidono le caratteristiche di una M&A sui risultati? Le performance dei deal dipendono da aspetti come dimensione delle imprese coinvolte e appartenenza allo stesso settore di operatività?”*.

Oltre al deal in sé, altre caratteristiche che possono determinare l'eventuale successo o insuccesso di una operazione di M&A sono le condizioni economiche e debitorie delle parti in causa. Nel Capitolo

2, si accenna al “*Bright side*”²¹ del Distress Finanziario per le imprese Bidder, per cui chi si impegna in una acquisizione ottiene migliori risultati se era finanziariamente esposto nel pre-merger. Di contro, la letteratura accademica pregressa non sembra affermare migliori benefici se ad essere in condizioni di distress è l’altro *player* dell’operazione. Il terzo quesito della nostra ricerca è dunque:

Q3: “*C’è differenza ‘prestazionale’ tra operazioni di M&A in cui l’impresa acquirente è distressed o meno? Cosa succede quando l’impresa acquisita è molto esposta in termini debitori?*”.

La risposta al primo quesito verrà fornita nel Capitolo 4 di analisi dei parametri finanziari delle imprese impegnate in una M&A, mentre Q2 e Q3 saranno testate nel Capitolo 5, rispettivamente in 5.1 e 5.2 per il quesito Q2 e 5.3 e 5.4 per quanto riguarda il terzo, attraverso un confronto a coppie che suddivida la Base Dati a seconda dell’eventuale presenza o assenza della caratteristica testata.

3.2. Descrizione del processo di analisi

La selezione delle operazioni sul panorama italiano oggetto di studio è stata strutturata in diverse fasi:

1. Raccolta dal database Mergermarket di tutti i deal annunciati dal 01/01/2015 al 31/12/2018 con Italia come *Target Country*: è stato scelto questo arco temporale di quattro anni per poter estendere l’orizzonte di valutazione ai tre anni precedenti e a quello successivi alla conclusione del deal;
2. Selezione delle operazioni con *Deal Value* annunciato (disclosed);
3. Selezione dei deal che rispettano i seguenti criteri:
 - *Completion Date* esplicitato;
 - Acquisizione del pacchetto di maggioranza (sono escluse acquisizioni <50% delle azioni o di particolari rami dell’impresa target);
 - Deal Value almeno pari a 15 milioni;
4. Incrocio del registro delle operazioni con il database AIDA (Bureau van Dijk), che contiene informazioni e dati finanziari delle principali società italiane, tali che si sappiano con accuratezza gli indici finanziari e le voci di Stato Patrimoniale e Conto Economico.

I risultati a valle di questa selezione multipla, che si estende su 4 anni (2015-2018) sono:

- **40 operazioni con conservazione delle imprese Target** (non avvengono fusioni / incorporazioni della Target nella Bidder)
- **26 operazioni con fusione e incorporazione della Target.**

²¹ Nejadmalayeri, A., & Rosenblum, A. (2022), Distressed acquirers and the bright side of financial distress, *International Review of Financial Analysis*, 102303.

Poiché il database AIDA tiene traccia dei dati finanziari delle società italiane registrate, in questa selezione purtroppo vengono esclusi deal cross-border, in cui la società acquirente è straniera, e operazioni che sono state spinte da singoli investitori di Private Equity che, agendo da investitori individuali, non hanno informazioni e dati finanziari esaustivi tali da essere integrati nella ricerca. Questo fenomeno, seppur in crescita, costituisce ancora una quota limitata di operazioni rispetto al totale.

Per aziende all'apice di Gruppi societari è risultato necessario un approfondimento ulteriore a causa della complessità della loro struttura e si è deciso di utilizzare i dati finanziari del Bilancio Consolidato dell'orizzonte temporale di analisi per le imprese che lo hanno reso pubblico su AIDA e il Bilancio Non Consolidato in caso contrario: il Bilancio Consolidato tiene conto delle performance delle società controllate e, nel caso di holding complesse, ci consente di non sottostimare i rendimenti e gli indici finanziari.

La lista completa delle operazioni è presente negli Allegati A e B della tesi, con informazioni sull'impresa Bidder, Target, valore del Deal e tipologia di Bilancio utilizzato per l'analisi (Consolidato vs Non Consolidato).

L'analisi dei risultati e delle performance di una impresa non può essere considerata completa in assenza di un confronto con un Gruppo di Controllo, che costituisca una proxy dell'andamento del settore di operatività dell'impresa stessa e aiuti a contestualizzare determinati trend dell'impresa in un quadro più ampio: le funzioni del Gruppo di Controllo sono ricoperte dal Gruppo dei Peers.

3.3. Il Gruppo dei Peers

L'M&A è una operazione fortemente ciclica, perciò se beneficia di contingenze economiche esterne favorevoli comporterà incremento di valore e risultati finanziari positivi, in alcuni casi anche per deal mal strutturati; può avvenire anche il contrario, con operazioni potenzialmente ben strutturate ma penalizzate da circostanze negative del settore di operatività delle imprese.

Per non trarre inferenze fuorvianti sui dati rilevati, è necessario introdurre un controllo esterno alla sola azienda o coppia di aziende Bidder+Target analizzate, valutando il loro operato rispetto a un Gruppo di Controllo, definito *Gruppo dei Peers*, costituito da un campione di 10 imprese proposte dal database AIDA comparabili per Settore di operatività e dimensione alle imprese impegnate in operazioni di M&A. Il Gruppo dei Peers verrà utilizzato per fare confronti sui valori medi e valutare quante delle imprese oggetto di studio hanno risultati superiori o inferiori a quelle di questo campione, contribuendo ad approfondire l'analisi e non giungere a conclusioni affrettate. All'interno del campione di 10 imprese comparabili, sono state successivamente eliminate le imprese che si sono

impegnate in M&A e che fanno parte del nostro campione analizzato: la lista dei Gruppi dei Peers per ogni impresa analizzata è presente nell'Allegato C.

Alcuni scenari nei quali il Gruppo dei Peers gioca un ruolo fondamentale per calibrare le valutazioni sono i seguenti:

- Le imprese che hanno intrapreso una M&A presentano indici finanziari con valori medi crescenti (o nel caso dell'indice PFN/EBITDA, decrescenti), ma molte meno imprese hanno risultati migliori del Gruppo dei Peers: si può ipotizzare che la spinta positiva agli indici finanziari sia *industry-related*, merito quindi di un miglioramento delle condizioni del settore, e non *firm-related*, per cui l'M&A non porta con sé necessariamente un successo.
- Anno dopo anno le Bidder e/o Target coinvolte in una M&A vedono i loro risultati finanziari peggiorarsi, ma un maggior numero di loro ha prestazioni migliori del proprio Gruppo dei Peers: l'M&A risulta efficace perché determina risultati “meno negativi” rispetto ai competitor.

Capitolo 4

Analisi

Il processo di analisi della tesi si struttura in tre step:

1. Raccolta di una lista di operazioni di M&A e valutazione delle performance delle imprese coinvolte nell'operazione in base ai seguenti parametri finanziari: Redditività Operativa, Valore Patrimoniale e Distress Finanziario. Attraverso questi indici si cercherà di determinare eventuali tendenze di incremento o calo delle performance dell'impresa nell'intervallo temporale dei sette anni di analisi (i tre anni precedenti al deal, l'anno di conclusione dell'operazione e i tre anni successivi), attraverso una media generale e il conteggio delle imprese che migliorano i propri indici, quelle che rimangono stabili e quelle che peggiorano negli anni successivi all'M&A.
2. Selezione di una lista di caratteristiche interne all'azienda Bidder, alla Target o alla Struttura del deal, e analisi di quelle che comportano l'eventuale successo o insuccesso dell'operazione, attraverso gli Indici Finanziari ricavati nella fase precedente.
3. Clinical Case Studies di un gruppo ristretto di operazioni, con maggior livello di dettaglio su risultati finanziari e patrimoniali delle imprese Bidder e Target combinate.

Gli indici finanziati utilizzati valutano tre differenti caratteristiche che tengono conto degli interessi dei molteplici *stakeholder* dell'impresa:

- Rendimento operativo
- Creazione di Valore Patrimoniale
- Distress Finanziario.

4.1. **Indice di Rendimento Operativo**

L'**EBITDA Margin** o **EBITDA%** è il rapporto tra EBITDA e i Ricavi operativi (noto anche come Fatturato): questa misura ci consente di valutare l'efficienza operativa e la redditività dell'impresa Bidder, della Target e delle due imprese combinate, oltre a determinare la capacità di autofinanziamento della gestione operativa, ovvero la percentuale dei Ricavi che entra a far parte delle disponibilità finanziarie dell'azienda dopo aver scontato i costi della gestione operativa (tra cui Materie Prime, Personale e Costi Generali e Amministrativi).

Le seguenti tabelle e grafici presentano i valori medi delle voci che costituiscono l'EBITDA Margin delle aziende coinvolte nelle 40 operazioni di M&A senza incorporazione completa della Target e nelle 26 operazioni nella quale la Target cessa la sua attività e viene fusa all'interno dell'impresa acquirente (tutti i dati sono presenti negli allegati D ed E), insieme al conteggio delle imprese che nei tre anni successivi al deal migliorano le loro prestazioni: questa ulteriore misura risulta necessaria per evitare inferenze imputabili alle differenze dimensionali tra gli elementi del campione, con le imprese più grandi che impattano maggiormente sui valori medi, oltre a fornire spunti sulla possibilità che la dimensione dell'impresa possa determinare differenti esiti dell'M&A: questa ipotesi verrà analizzata nel Capitolo successivo nella sezione di identificazione delle Caratteristiche Chiave. Per ottenere risultati più sensibili, una differenza tra EBITDA% dell'anno analizzato e dell'anno del closing (definito come $t=0$) inferiore a $\pm 1\%$ verrà definita come "Nella media".

La terza tabella presenta il confronto tra le imprese oggetto di M&A e i Gruppo dei Peers, in modo che eventuali progressi e miglioramenti negli anni possano essere rapidamente attribuibili all'azienda o a contingenze di mercato favorevoli. In maniera analoga alla precedente tabella, una differenza tra EBITDA Margin dell'azienda analizzata e del Gruppo dei Peers inferiore a $\pm 1\%$ comporterà che l'azienda che ha concluso l'M&A risulti nella media del Gruppo dei Peers.

Per garantire continuità nell'analisi, si prendono in considerazione solo le 40 operazioni con continuità di operatività della Target per l'analisi delle imprese Bidder e Target, mentre la valutazione delle performance della combinazione di Bidder e Target comprende anche le 26 operazioni nella quale la Target viene fusa all'interno della Bidder.

4.1.1. Imprese Bidder

Tabella 1: Media EBITDA Margin delle 40 imprese Bidder coinvolte nelle operazioni di M&A senza integrazione completa della Target nell'intervallo [-3;+3] dell'M&A

Anni relativi al deal	EBITDA	Ricavi	EBITDA (%)
-3	269.393,15	1.017.360,42	26,48%
-2	230.321,24	894.796,10	25,74%
-1	249.437,63	944.592,66	26,41%
0	276.670,78	973.593,74	28,42%
+1	282.974,62	1.035.442,81	27,33%
+2	300.745,99	1.012.743,91	29,81%
+3	297.541,18	1.183.531,92	25,14%

Tabella 2: Numero di Imprese Bidder che hanno visto migliorare, peggiorare o mantenere inalterato il proprio EBITDA Margin nei tre anni dopo l'operazione di M&A

Anni relativi al deal	Imprese migliorate da t=0	Imprese inalterate da t=0	Imprese peggiorate da t=0
+1	14	10	16
+2	15	9	16
+3	15	5	20

Tabella 3: Numero di Imprese Bidder con EBITDA Margin sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]

Anno relativo Deal	Imprese sopra la media	Imprese nella media	Imprese sotto la media
-3	21	3	13
-2	24	3	13
-1	28	2	10
0	27	4	9
+1	26	6	8
+2	26	4	10
+3	29	5	6

Figura 3: Andamento dell'EBITDA Margin delle imprese Bidder nell'orizzonte [-3;+3]

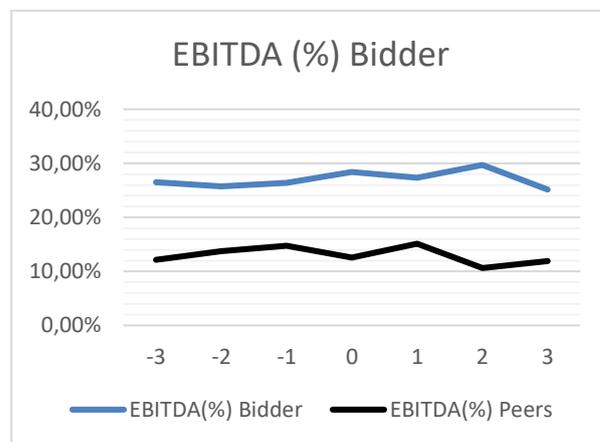


Figura 4: Numero di Imprese Bidder che hanno visto migliorare, peggiorare o mantenere inalterato il proprio EBITDA Margin nei tre anni dopo l'operazione di M&A

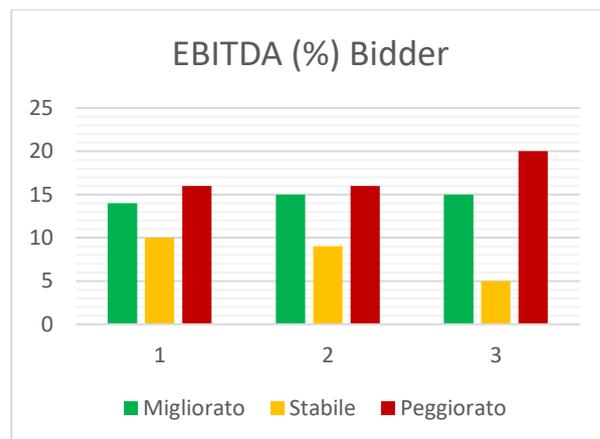
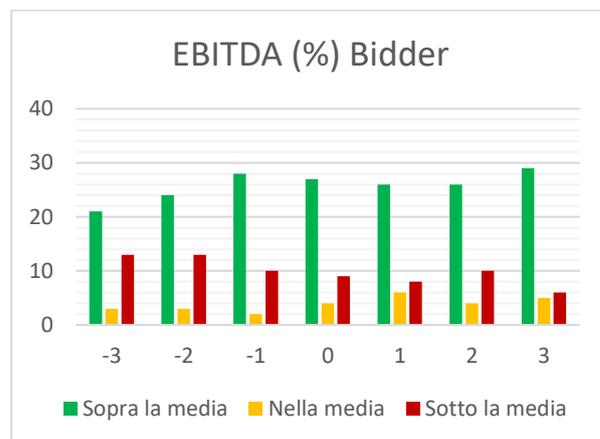


Figura 5: Numero di Imprese Bidder con EBITDA Margin sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]



Le imprese Bidder non sembrano ottenere un particolare stimolo a livello di redditività operativa: l'EBITDA cresce lievemente fino alla contrazione del terzo anno post-operazione, ma questa crescita è legata all'espansione del Fatturato, che si ripercuote anche sulle componenti che erodono valore aggiunto (Costo materie prime, personale) e i vantaggi dell'M&A in termini di Redditività operativa vengono azzerati in $t=+3$.

Analizzando i deal in termini di numeri di imprese e non di volumi e ricordando la definizione di Bruner di *successo* del deal (risultati che consentano almeno la conservazione di valore) nel primo e nel secondo anno successivo al deal più della metà delle imprese ha rendimenti soddisfacenti, ma si registra un drastico calo al terzo anno, spinto dal peggioramento delle prestazioni delle imprese *inerziali*, ovvero quelle che durante i primi due anni post-M&A avevano rendimenti analoghi all'anno dell'operazione: in $t=+3$ un decimo delle Bidder passa da redditività inalterata a peggiorata.

Confrontando le nostre imprese con il Gruppo dei Peers, si nota che le Bidder impegnate in M&A hanno prestazioni migliori per tutto l'orizzonte temporale di analisi e il numero di imprese migliori della media cresce durante il terzo anno post-M&A, quindi il calo di EBITDA% riscontrato in $t=+3$ è prevalentemente da imputare a congiunture esogene favorevoli e non all'efficacia del deal: le imprese Bidder impegnate in M&A non sembrano ottenere una spinta in termini di redditività operativa, ma fanno *meno peggio* dei propri competitor.

4.1.2. Imprese Target

Tabella 4: Media EBITDA Margin delle 40 imprese Target coinvolte nelle operazioni di M&A senza integrazione completa nell'intervallo [-3;+3] dell'M&A

Anni relativi al deal	EBITDA (migliaia €; media)	Ricavi (migliaia €; media)	EBITDA (%)
-3	2.022,31	77.655,87	2,60%
-2	5.948,94	78.241,37	7,60%
-1	5.908,48	72.654,39	8,13%
0	6.309,06	61.044,00	10,34%
+1	10.065,76	59.065,95	17,04%
+2	12.257,38	66.891,21	18,32%
+3	12.225,37	68.155,36	17,94%

Tabella 5: Numero di Imprese Target che hanno visto migliorare, peggiorare o mantenere inalterato il proprio EBITDA Margin nei tre anni dopo l'operazione di M&A

Anni relativi al deal	Imprese migliorate da t=0	Imprese inalterate da t=0	Imprese peggiorate da t=0
+1	17	9	14
+2	16	3	20
+3	16	3	20

Tabella 6: Numero di Imprese Target con EBITDA Margin sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]

Anno relativo Deal	Imprese sopra la media	Imprese nella media	Imprese sotto la media
-3	18	7	14
-2	19	5	15
-1	20	6	14
0	21	2	17
+1	23	3	14
+2	19	3	17
+3	18	3	18

Figura 6: Andamento dell'EBITDA Margin delle imprese Target nell'orizzonte [-3;+3]

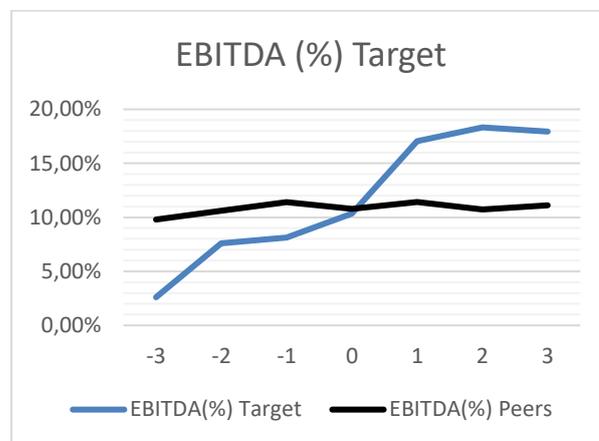


Figura 7: Numero di Imprese Target che hanno visto migliorare, peggiorare o mantenere inalterato il proprio EBITDA Margin nei tre anni dopo l'operazione di M&A

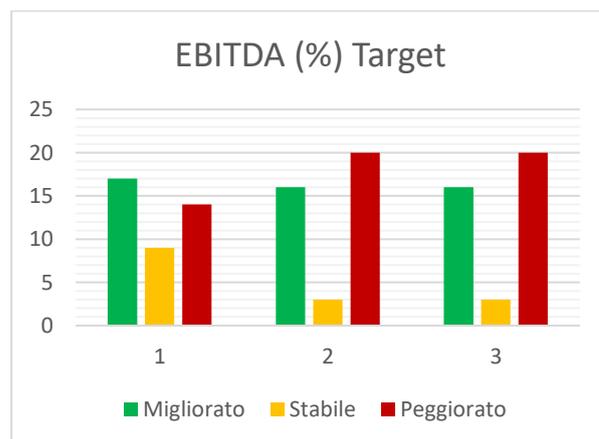
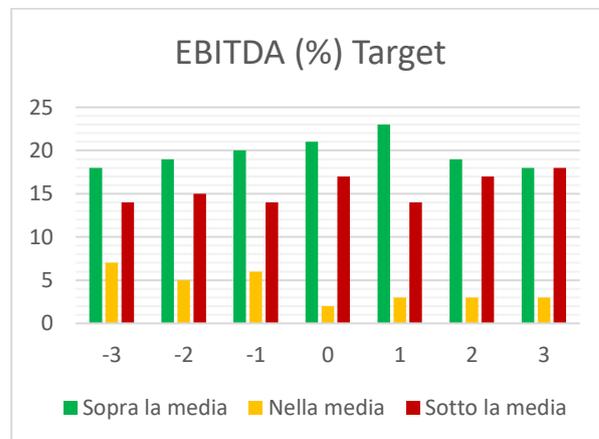


Figura 8: Numero di Imprese Target con EBITDA Margin sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]



Le imprese Target beneficiano di un netto incremento di redditività operativa: l'EBITDA cresce nettamente nei tre anni dopo l'operazione salvo un leggero decremento durante il terzo anno, nonostante avvenga un calo nei Ricavi. Grazie all'operazione le Target diventano più efficienti e l'indice EBITDA Margin si mantiene ben più alto rispetto al pre-M&A.

La quantità di imprese che si migliorano dopo il deal rimane stabile nei tre anni poco sotto la metà ma, tenendo conto dei valori medi di EBITDA%, si può ritenere che la crescita media sia spinta dalle Target a maggior volume. Come nel caso delle Bidder, la quantità imprese *inerziali* è piuttosto alta nel breve termine ma sul medio-lungo periodo la maggior parte di esse tende ad avere risultati peggiori rispetto all'anno del closing: sembra confermarsi una inerzia operativa, secondo cui i deal di successo garantiscono i propri benefici già a partire dal primo anno, mentre quelli che non sortiscono effetti immediati sul lungo periodo risultano fallimentari.

L'indice EBITDA% in netta crescita fa da contrasto ai risultati statici del Gruppo dei Peers, che viene superato durante il periodo post-merger. Il numero di imprese che performano meglio del *benchmark*, dopo l'incremento del primo anno, tende a ridursi in $t=+2$ e $t=+3$ andando sotto la media del settore: le Target sono tendenzialmente più piccole della Bidder e hanno maggiore rapidità nel modificare ed efficientare la propria struttura operativa, garantendo migliori risultati nei primissimi periodi post-deal. Questo miglioramento tende a limitarsi nel tempo, e solo le Target grandi sembrano essere capaci di conservare questo vantaggio competitivo rispetto alla concorrenza.

4.1.3. Imprese Bidder+Target

Tabella 7: Media EBITDA Margin delle imprese Bidder e Target combinate in operazioni di M&A con e senza integrazione completa della Target nell'intervallo [-3;+3] dell'M&A

Anni relativi al deal	EBITDA (migliaia €; media)	Ricavi (migliaia €; media)	EBITDA (%)
-3	273.470,97	1.378.785,14	19,83%
-2	243.036,92	1.214.745,49	20,01%
-1	247.773,46	1.173.339,79	21,12%
0	278.007,73	1.216.450,77	22,85%
+1	273.608,31	1.226.409,54	22,31%
+2	298.883,07	1.212.479,09	24,65%
+3	292.617,83	1.351.951,60	21,64%

Tabella 8: Numero di Bidder e Target combinate che hanno visto migliorare, peggiorare o mantenere inalterato il proprio EBITDA Margin nei tre anni dopo l'operazione di M&A

Anno relativo Deal	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese stabili rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	23	16	25
+2	30	9	26
+3	29	7	28

Tabella 9: Numero di Imprese Bidder e Target combinate con EBITDA Margin sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]

Anno relativo Deal	Imprese sopra la media	Imprese nella media	Imprese sotto la media
-3	31	7	19
-2	36	6	19
-1	42	4	19
0	40	7	18
+1	39	8	17
+2	42	6	18
+3	43	4	18

Figura 9: Andamento dell'EBITDA Margin delle imprese Bidder e Target combinate nell'orizzonte [-3;+3]

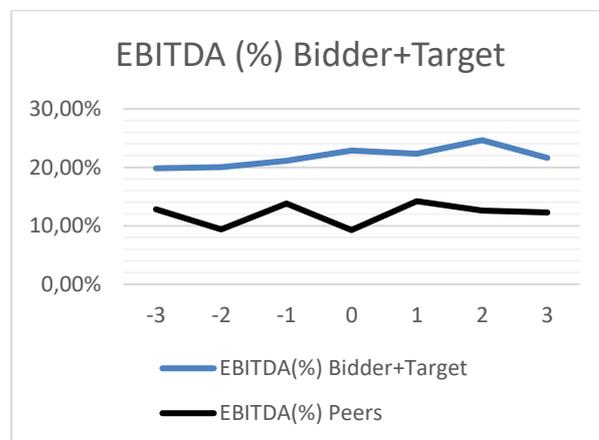


Figura 10: Numero di Bidder e Target combinate che hanno visto migliorare, peggiorare o mantenere inalterato il proprio EBITDA Margin nei tre anni dopo l'operazione di M&A

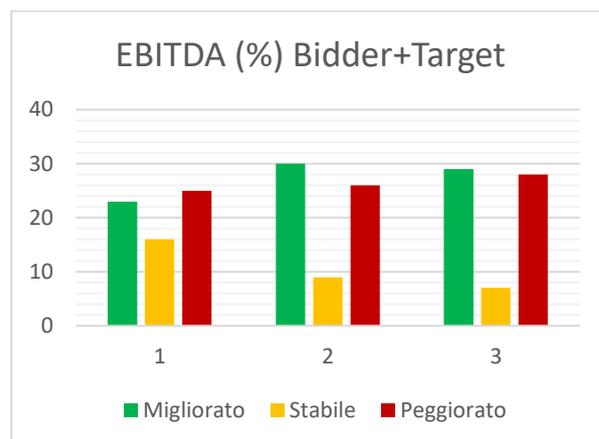
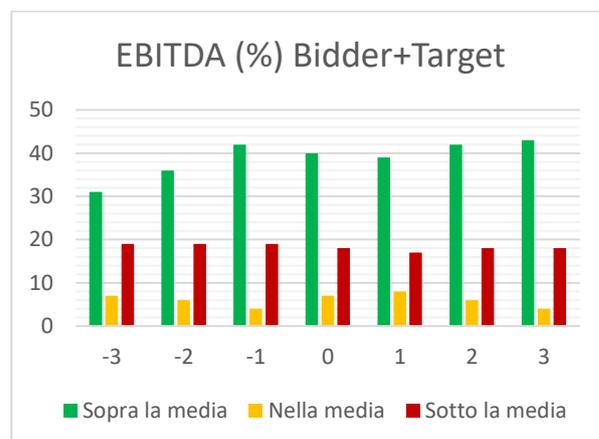


Figura 11: Numero di Imprese Bidder e Target combinate con EBITDA Margin sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]



La combinazione di imprese Bidder e Target non riscontra un andamento lineare dell'indice EBITDA Margin, che cresce gradualmente fino all'anno del closing, ma durante il primo e, soprattutto, il terzo anno post-merger si riduce. L'EBITDA post-Merger cresce in $t=+2$ ma subisce una lieve riduzione durante il terzo anno post-M&A, durante il quale i Ricavi delle Vendite crescono in maniera corposa. Il confronto con il Gruppo dei Peers mostra risultati migliori in tutto l'orizzonte temporale di analisi, perciò si può ritenere che l'M&A non abbia determinato né progressi né cali di rendimento.

Il numero di imprese che hanno conservato o creato valore in seguito al primo anno è poco sopra al 60%, diminuisce in maniera consistente durante terzo anno post-deal, pur mantenendosi oltre la metà. Si può ritenere che questo andamento sia impattato dalle prestazioni della Target nei primi due anni (che migliorano le loro performance nel Breve Termine rapidamente), mentre dal terzo anno dopo il closing emergono i problemi di alcune Bidder che nel breve periodo conservano la scia delle performance del *pre-closing* ma nel lungo periodo non riescono a sviluppare le sinergie attese ed eventuali economie di scala, capacità di taglio dei costi e miglioramento dei margini operativi; A differenza dell'analisi delle Bidder e Target *standalone*, questa analisi tiene conto anche delle operazioni di M&A con integrazione completa della Target, e alla luce del confronto con il Gruppo dei Peers, che prevede una percentuale di imprese sopra o in linea con la media dei Pari che dall'anno $t=0$ in avanti si attesta poco sopra il 70% (circa 47 o 48 imprese su 65), si può sostenere l'ipotesi che le operazioni di M&A abbiano contribuito a garantire alle imprese sopra la media la conservazione del vantaggio competitivo.

IN BREVE:

- Le imprese Bidder non sembrano ottenere progressi sostanziali, ma **si difendono meglio** dei Peers in caso di crisi del settore di riferimento.
- Le imprese Target ottengono **netti benefici** dall'M&A e in media fanno meglio dei propri competitor.
- Le imprese Bidder e Target combinate non sperimentano miglioramenti netti negli indici EBITDA%, ma **conservano** migliori risultati rispetto ai Peers.

4.2. Indice di Creazione di Valore Patrimoniale

Una proxy della creazione di valore per gli azionisti è la variazione percentuale di **Patrimonio Netto** rispetto alla quota all'anno di closing dell'M&A per l'impresa Bidder, la Target e le due imprese congiunte. Prima di effettuare valutazioni medie e confronti, il Patrimonio Netto è stato scorporato di eventuali aumenti di Capitale, eliminando operazioni finanziarie che causano *rumore* sull'analisi dei dati: tutti i dati sono presenti negli allegati H e I.

4.2.1. Imprese Bidder

Tabella 10: Media differenza percentuale di Patrimonio Netto delle 40 imprese Bidder coinvolte nelle operazioni di M&A senza integrazione completa della Target nell'intervallo [-3;+3] dell'M&A

Anno Relativo Deal	PN _i -PN ₀ (migliaia €; media)	PN ₀ (migliaia €; media)	(PN _i -PN ₀)/PN ₀
+1	74.179,27	825.439,38	8,99%
+2	69.404,25	825.439,38	8,41%
+3	200.726,07	825.439,38	24,32%

Tabella 11: Numero delle 40 imprese Bidder coinvolte nelle operazioni di M&A senza integrazione completa della Target che hanno assistito a un incremento, decremento o mantenimento del Patrimonio Netto nei tre anni dopo l' M&A

Anno relativo Deal	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	33	0	7
+2	28	0	12
+3	29	0	11

Figura 12: Variazione del Patrimonio Netto delle imprese Bidder nell'orizzonte [-3;+3]

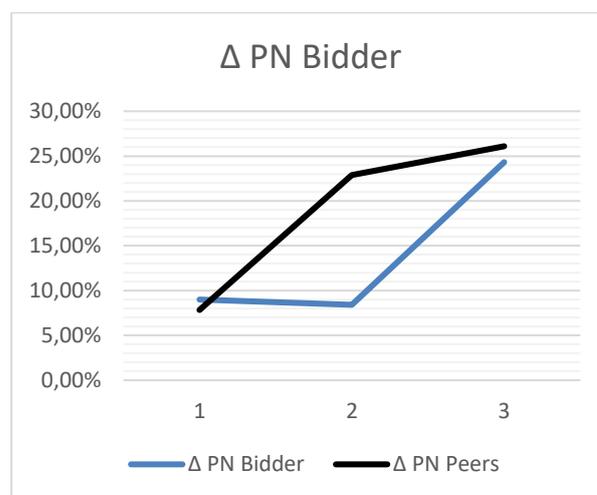
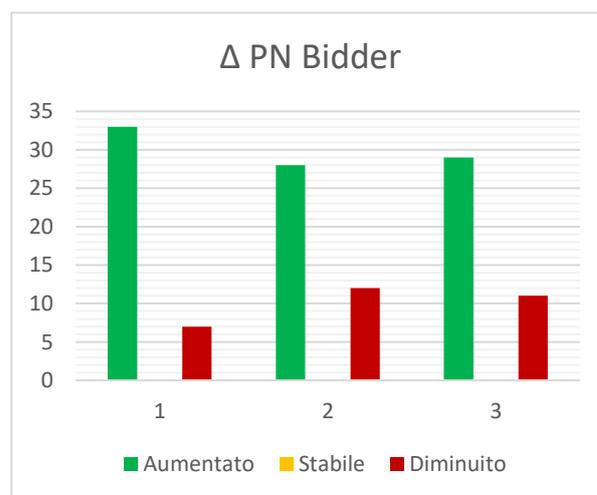


Figura 13: Numero delle 40 imprese Bidder coinvolte nelle operazioni di M&A senza integrazione completa della Target che hanno assistito a un incremento, decremento o mantenimento del Patrimonio Netto nei tre anni dopo l' M&A



Nei tre anni successivi alla chiusura dell'operazione avvengono variazioni percentuali positive di Patrimonio Netto, favorevoli all'impresa ma principalmente ai propri shareholders, che vedono le loro quote azionarie apprezzarsi. Nei primi due anni il differenziale positivo è piuttosto contenuto mentre durante il terzo anno, quando l'impresa Bidder ha completato tutti i processi di integrazione e iniziato a beneficiare delle sinergie attese, la crescita Patrimoniale è più netta (+24,32% rispetto all'anno del deal). Anche il Gruppo dei Peers segnala una netta crescita patrimoniale, in linea con il nostro campione analizzato durante il primo e il terzo anno e ampiamente migliore durante il secondo anno, successivo all'M&A: la crescita del Patrimonio Netto si può imputare a contingenze economiche positive.

Il numero di imprese che incrementano il loro valore patrimoniale è molto alto, nonostante diminuisca in $t=+2$, quindi la sensibile crescita media avvenuta durante il terzo anno si può attribuire a un miglioramento delle imprese che avevano già sviluppato delle *good practices* nei primi due anni e hanno poi tratto vantaggio dalle piene sinergie nel terzo.

4.2.2. Imprese Target

Tabella 12: Media differenza percentuale di Patrimonio Netto delle 40 imprese Target coinvolte nelle operazioni di M&A senza integrazione completa della Target nell'intervallo [-3;+3] dell'M&A

Anno Relativo Deal	PN _i -PN ₀ (migliaia €; media)	PN ₀ (migliaia €; media)	(PN _i -PN ₀)/PN ₀
+1	3.978,91	41.176,82	9,66%
+2	17.802,14	41.176,82	43,23%
+3	14.662,64	41.176,82	35,61%

Tabella 13: Numero di Target che hanno assistito a un incremento, decremento o mantenimento del Patrimonio Netto nei tre anni dopo l'operazione di M&A

Anno relativo Deal	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	25	0	15
+2	29	0	10
+3	27	0	12

Figura 14: Variazione del Patrimonio Netto delle imprese Bidder nell'orizzonte [-3;+3]

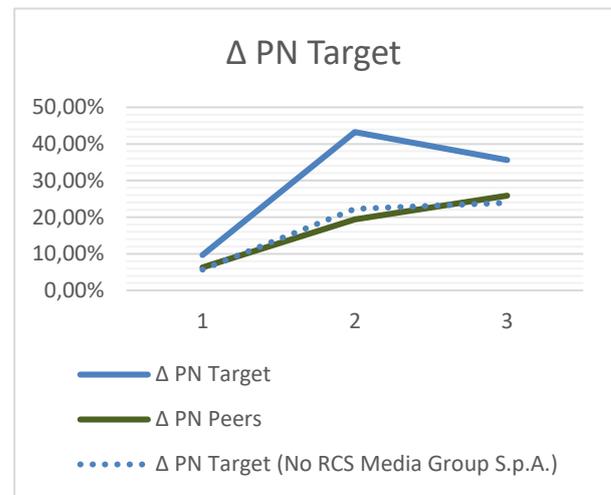
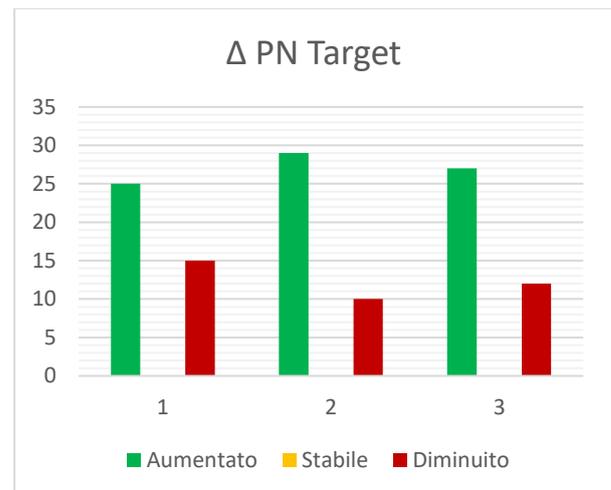


Figura 15: Numero di Target che hanno assistito a un incremento, decremento o mantenimento del Patrimonio Netto nei tre anni dopo l'operazione di M&A



Anche in questo caso nell'orizzonte temporale post-deal si assiste a variazioni positive di Patrimonio Netto, con il picco positivo registrato durante il secondo anno di distanza dall'operazione: una crescita così alta (+43,23%) è condizionata dall'operazione di ristrutturazione patrimoniale dell'impresa RCS Media Group S.p.A., che ha ridotto il proprio capitale sociale, portandolo da 475,100 milioni di euro a 270 milioni. Questa operazione ha permesso di snellire il Patrimonio Netto dell'impresa e determinare un incremento di circa 359 milioni di euro. Scontando il valore medio da questo outlier si determina una variazione percentuale positiva del 22,23%, un valore più alto rispetto al differenziale percentuale della Bidder allo stesso anno: si può ritenere che, tendenzialmente, queste operazioni abbiano un alto valore relativo tra Patrimonio Netto della Bidder e della Target e di conseguenza quest'ultima, più ridotta nelle dimensioni, abbia più facilità a crescere durante i primi anni, essendo più rapida e capace di adattarsi rapidamente al nuovo assetto organizzativo. Il Gruppo dei Peers però segnala prestazioni analoghe alla media delle Target senza Outlier, quindi anche in questo caso si può ritenere che il *driver* principale della crescita Patrimoniale sia determinata dalle condizioni del settore economico più che i benefici dell'M&A,

In termini quantitativi, le imprese che migliorano rispetto all'anno del closing sono più della metà, con questo numero che cresce ulteriormente in $t=+2$ e si riduce l'anno successivo. Rispetto alle Bidder, molte meno imprese migliorano durante il primo anno post-merger, mentre tendono ad uniformarsi nel medio termine: nonostante queste imprese abbiano maggiore rapidità di adattamento, scontano la necessità di essere riorganizzate nel nuovo gruppo societario.

4.2.3. Imprese Bidder+Target

Tabella 14: Media differenza percentuale di Patrimonio Netto delle imprese Bidder e Target combinate in operazioni di M&A con e senza integrazione completa della Target nei tre anni post-M&A

Anno Relativo Deal	PN _i -PN ₀ (migliaia €; media)	PN ₀ (migliaia €; media)	(PN _i -PN ₀)/PN ₀
+1	46.526,41	905.095,39	5,14%
+2	83.224,55	905.095,39	9,20%
+3	193.454,61	905.095,39	21,37%

Tabella 15: Numero di imprese Bidder e Target combinate in operazioni di M&A con e senza integrazione completa della Target che hanno assistito a un incremento, decremento o mantenimento del Patrimonio Netto nei tre anni dopo l'operazione di M&A

Anno relativo Deal	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	49	0	16
+2	44	0	22
+3	47	0	18

Figura 16: Variazione del Patrimonio Netto delle imprese Bidder nell'orizzonte [-3;+3]

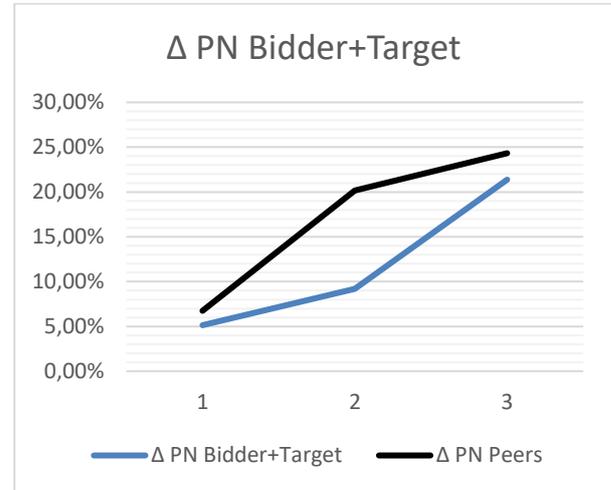
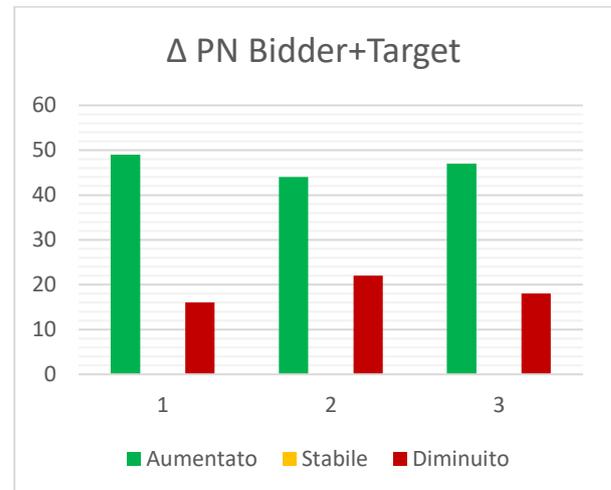


Figura 17: Numero di imprese Bidder e Target combinate in operazioni di M&A con e senza integrazione completa della Target che hanno assistito a un incremento, decremento o mantenimento del Patrimonio Netto nei tre anni dopo l'operazione di M&A



Le imprese combinate, con o senza integrazione completa della Target nella Bidder, sperimentano una leggera crescita del Patrimonio Netto durante il primo anno, principalmente a vantaggio dell'impresa Target che sembra aver ottenuto vantaggio immediato dall'annuncio e dalla conclusione dell'affare: seppure in misura molto minore che per società quotate (soggette quindi alle reazioni positive o negative dei mercati), si potrebbe riscontrare un effetto annuncio che porta buoni risultati e maggiore ottimismo sul futuro della Target.

In $t=+2$ questo trend si conferma e il Patrimonio Netto continua a crescere in maniera simile mentre durante il terzo anno, anche l'impresa Bidder sviluppa le sinergie attese, quindi la variazione positiva di Patrimonio Netto è ben maggiore. Questo fattore è dimostrato anche dall'analisi del numero di imprese Bidder+Target migliorate nei tre anni, ben oltre i valori Patrimoniali di $t=0$ già a partire dal primo anno e, nonostante alcune variazioni negative l'anno successivo, ampiamente sopra la media. Molte imprese tendono a ottenere benefici Patrimoniali tramite l'M&A, ma li riescono a sfruttare a pieno solo a partire dai tre anni dopo l'operazione.

L'analisi confrontata con il Gruppo dei Peers dimostra però che le imprese hanno risultati peggiori dei propri competitor, in particolare durante il secondo anno successivo al closing: il trend è simile a quello delle imprese Bidder, poiché sono quelle che nel deal hanno maggiore peso relativo e, come nella sezione dedicata alle Bidder, imputiamo la crescita Patrimoniale a un miglioramento delle condizioni di mercato e non all'operazione di M&A in sé.

IN BREVE:

- Le imprese Bidder beneficiano di una crescita di Patrimonio Netto, ma il confronto con il Gruppo dei Peers dimostra che è **meno sostenuta** rispetto ai competitor.
- Le imprese Target ottengono un consistente aumento di Patrimonio Netto ma, escludendo dall'analisi un Outlier, questa crescita rientra **in linea con il Gruppo dei Peers**.
- Le imprese Bidder+Target seguono trend simile a quello delle Bidder, con creazione di valore Patrimoniale ma **meno sostenuta** rispetto a quella ottenuta dai propri rivali.

4.3. **Indice di Distress Finanziario**

L'indice utilizzato per valutare l'eventuale Distress Finanziario di una impresa è il rapporto **PFN/EBITDA**, che rappresenta il numero di anni entro il quale l'impresa riesce a coprire le passività finanziarie (rappresentate dalla Posizione Finanziaria Netta o PFN) solo per mezzo dell'autofinanziamento (la cui proxy è l'EBITDA).

La Posizione Finanziaria Netta è espressa come la differenza tra le passività verso banche e altri finanziatori (entro e oltre 12 mesi) e le disponibilità liquide (denaro in cassa, assegni e depositi bancari): 3x è il valore soglia al di sotto del quale l'impresa deve stare.

PFN ed EBITDA possono assumere valori negativi o positivi in maniera indipendente e ciò può influenzare il segno del rapporto: è risultato necessario effettuare un confronto preliminare sul segno delle singole voci che compongono l'indice, per poi passare a una comparazione sul valore del rapporto: una impresa con PFN positiva ed EBITDA negativo e una a valori opposti hanno un indice aritmeticamente simile, ma presentano due scenari agli antipodi; tutti i dati sono presenti negli allegati F e G.

4.3.1. Imprese Bidder

Tabella 16: Media PFN/EBITDA delle 40 imprese Bidder coinvolte nelle operazioni di M&A senza integrazione completa della Target nell'intervallo [-3;+3] dell'M&A

Anni relativi al deal	PFN (migliaia €; media)	EBITDA (migliaia €; media)	PFN/EBITDA
-3	288.472,05	278.046,61	1,04x
-2	335.858,59	240.620,10	1,40x
-1	316.412,98	247.773,46	1,28x
0	275.569,02	278.007,73	0,99x
+1	237.482,90	273.608,31	0,87x
+2	295.683,73	298.883,07	0,99x
+3	325.481,17	292.617,83	1,11x

Tabella 17: Numero di Imprese Bidder che hanno visto ridurre, aumentare o mantenere stabile il proprio rapporto PFN/EBITDA nei tre anni dopo l'operazione di M&A

Anni relativi al deal	Imprese a PFN/EBITDA ridotto da t=0	Imprese a PFN/EBITDA stabile da t=0	Imprese a PFN/EBITDA aumentato da t=0
+1	24	0	16
+2	20	0	20
+3	18	0	22

Tabella 18: Numero di Imprese Bidder con PFN/EBITDA sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]

Anni relativi al deal	Numero imprese sotto la media	Numero imprese nella media	Numero imprese sopra la media
-3	13	0	24
-2	20	0	20
-1	23	0	17
0	18	0	22
+1	21	0	19
+2	15	0	25
+3	15	0	25

Figura 18: Andamento dell'indice PFN/EBITDA delle imprese Bidder nell'orizzonte [-3;+3]

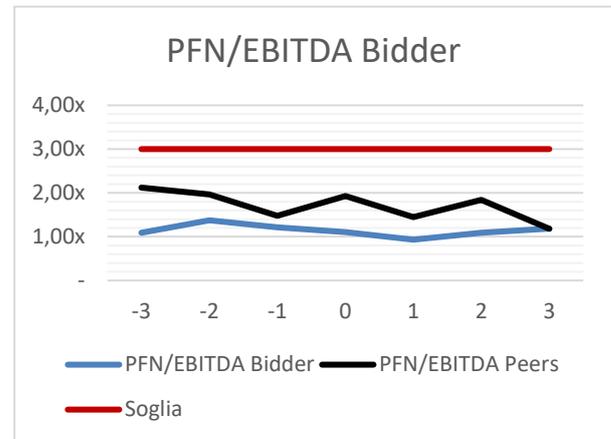


Figura 19: Numero di Imprese Bidder che hanno visto ridurre, aumentare o mantenere stabile il proprio rapporto PFN/EBITDA nei tre anni dopo l'operazione di M&A

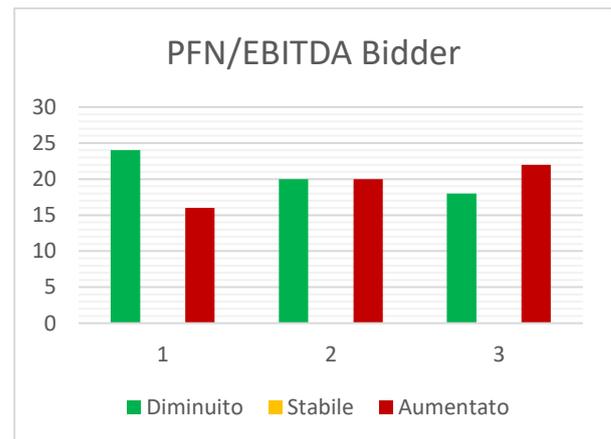
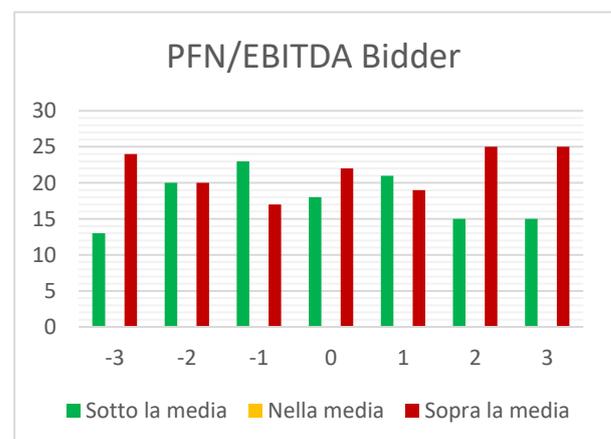


Figura 20: Numero di Imprese Bidder con PFN/EBITDA sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]



Non si riesce a determinare un trend univoco, nella finestra [+1;+3] si nota una crescita marginale dell'indice PFN/EBITDA, dopo la contrazione avvenuta tra l'anno del deal e il primo post-merger. Si registra una discreta espansione dei debiti finanziari (la Posizione Finanziaria Netta aumenta), con l'EBITDA in diminuzione durante il terzo anno dopo l'operazione, ma risulta essere ancora sufficiente a mantenere le imprese Bidder al di sotto della soglia critica.

Il numero di imprese che riducono l'indice di Distress Finanziario è oltre la metà (24 imprese Bidder su 40) dopo il primo anno post-Merger, ma negli anni successivi questo numero di imprese si riduce decisamente: le imprese Bidder negli anni post-Merger si espongono finanziariamente e alcune di loro non riescono a sviluppare sufficienti guadagni in termini di EBITDA per ridurre la leva PFN/EBITDA. Le imprese oggetto di studio performano mediamente bene, riuscendo a mantenere l'indice PFN/EBITDA al di sotto della soglia critica, ma il confronto con il Gruppo dei Peers evidenzia la netta diminuzione di imprese con PFN/EBITDA sotto la media del settore tra il pre e il post-M&A (soprattutto negli ultimi due anni), in cui questo numero tende a essere la metà: questo dato è spiegato dalla necessità degli acquirenti di finanziare il merger attraverso ulteriore contrazione di debito con conseguente aumento della Posizione Finanziaria Netta, che non sembra essere coperto da un incremento di EBITDA, soprattutto a causa della crisi di Redditività rilevata nella Sezione 4.1.1.

4.3.2. Imprese Target

Tabella 19: Media PFN/EBITDA delle 40 imprese Target coinvolte nelle operazioni di M&A senza integrazione completa della Target nell'intervallo [-3;+3] dell'M&A

Anni relativi al deal	PFN (migliaia €; media)	EBITDA (migliaia €; media)	PFN/EBITDA
-3	24.858,45	2.046,94	12,14x
-2	18.563,27	4.943,13	3,76x
-1	26.036,84	5.908,48	4,41x
0	21.472,66	6.309,06	3,40x
+1	17.438,16	10.065,76	1,73x
+2	18.835,37	12.257,38	1,54x
+3	12.587,42	12.225,37	1,03x

Tabella 20: Numero di Imprese Target che hanno visto ridurre, aumentare o mantenere stabile il proprio rapporto PFN/EBITDA nei tre anni dopo l'operazione di M&A

Anno relativo al deal	Imprese a PFN/EBITDA ridotto da t=0	Imprese a PFN/EBITDA inalterato da t=0	Imprese a PFN/EBITDA aumentato da t=0
+1	21	0	19
+2	20	0	19
+3	23	0	16

Tabella 21: Numero di Imprese Target combinate in M&A senza integrazione della Target con PFN/EBITDA sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]

Anno relativo Deal	Imprese sotto la media	Imprese nella media	Imprese sopra la media
-3	17	0	21
-2	20	0	17
-1	20	0	20
0	17	0	23
+1	18	0	22
+2	15	0	24
+3	13	0	26

Figura 21: Andamento dell'indice PFN/EBITDA delle imprese Target nell'orizzonte [-3;+3]

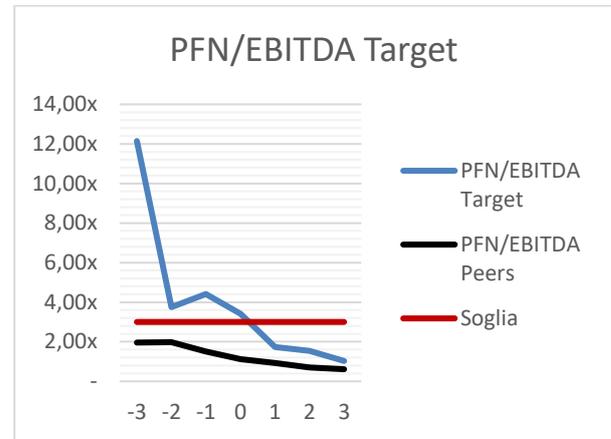


Figura 22: Numero di Imprese Target che hanno visto ridurre, aumentare o mantenere stabile il proprio rapporto PFN/EBITDA nei tre anni dopo l'operazione di M&A

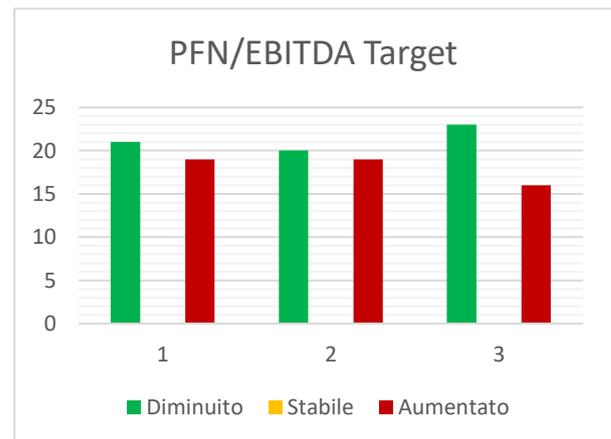
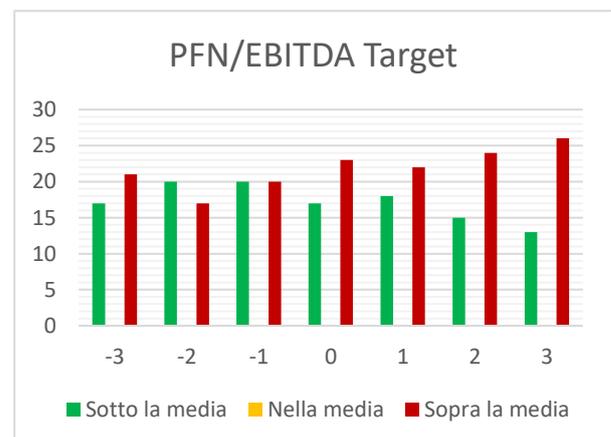


Figura 23: Numero di Imprese Target combinate in M&A senza integrazione della Target con PFN/EBITDA sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]



La Posizione Finanziaria Netta è molto alta nella finestra pre-Merger, principalmente a causa di un basso EBITDA. Negli anni successivi al deal si riscontrano notevoli miglioramenti in termini di EBITDA e un lieve calo delle esposizioni finanziarie: il combinato disposto di questi due fenomeni determina una riduzione positiva del rapporto PFN/EBITDA, che nella finestra post-operazione scende al di sotto della soglia di allerta e si assesta su livelli di esposizione debitoria sostenibili, poco sopra i livelli del Gruppo dei Peers, che presenta valori di PFN/EBITDA al di sotto della soglia in tutta la finestra temporale di analisi.

In termini di numeri di imprese, la situazione determina ottimismo: dopo il primo anno dal closing, il numero di imprese che hanno ridotto il loro distress finanziario è poco più del 50% e migliora ulteriormente dopo 3 anni dall'acquisizione: si può ritenere che i miglioramenti apportati dal nuovo Management in termini di efficienza operativa, know-how e investimenti in produttività abbiano maggiore effetto sulle Target che li riescono a sviluppare fin dalle prime battute, nelle quali i debiti iniziano ad essere coperti attraverso l'autofinanziamento, rendendosi ben più sostenibili.

Il confronto con il Gruppo dei Peers sottolinea una differenza sostanziale tra il periodo precedente al closing, in cui le imprese oggetto di studio presentano valori critici ma metà di esse fanno meglio del proprio settore, e quello successivo, in cui i valori medi si sono normalizzati ma meno della metà delle Target ha rapporto PFN/EBITDA minore della media del *benchmark*: una ipotesi a cui possiamo giungere è quella che prevede che la crescita dell'EBITDA sia *industry-related* e non *firm-related*, quindi guidata principalmente dal miglioramento delle condizioni microeconomiche del settore di riferimento e non dai benefici dell'M&A.

4.3.3. Imprese Bidder+Target

Tabella 22: Media PFN/EBITDA delle imprese Bidder e Target combinate in operazioni di M&A con e senza integrazione completa della Target

Anni relativi al deal	PFN (migliaia €; media)	EBITDA (migliaia €; media)	PFN/EBITDA
-3	288.422,84	277.997,06	1,04x
-2	335.756,59	240.539,90	1,40x
-1	316.349,38	247.725,67	1,28x
0	275.569,02	278.007,73	0,99x
+1	237.482,90	273.608,31	0,87x
+2	295.683,73	298.883,07	0,99x
+3	325.481,17	292.617,83	1,11x

Tabella 23: Numero di imprese Bidder e Target combinate che hanno visto ridurre, aumentare o mantenere stabile il rapporto PFN/EBITDA nei tre anni dopo l'operazione di M&A.

Anni relativi al deal	Imprese a PFN/EBITDA ridotto a t=0	Imprese a PFN/EBITDA inalterato a t=0	Imprese a PFN/EBITDA aumentato a t=0
+1	35	0	30
+2	33	0	33
+3	36	0	29

Tabella 24: Numero di imprese Bidder e Target combinate con PFN/EBITDA sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]

Anni relativi al deal	Imprese sotto la media	Imprese nella media	Imprese sopra la media
-3	19	0	35
-2	28	0	30
-1	31	0	34
0	29	0	37
+1	23	0	42
+2	29	0	37
+3	28	0	37

Figura 24: Andamento dell'indice PFN/EBITDA delle imprese Bidder e Target combinate nell'orizzonte [-3;+3]

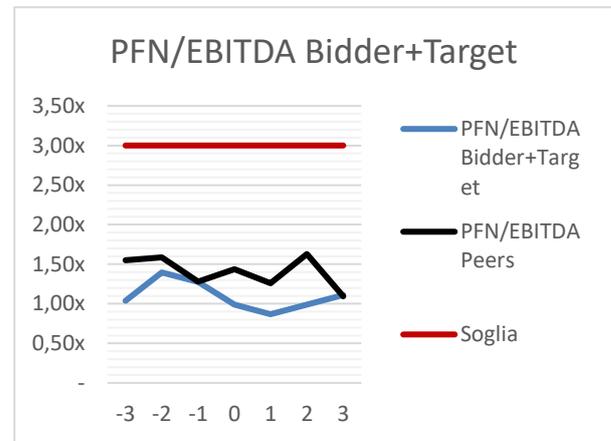


Figura 25: Numero di imprese Bidder e Target combinate che hanno visto ridurre, aumentare o mantenere stabile il rapporto PFN/EBITDA nei tre anni dopo l'operazione di M&A.

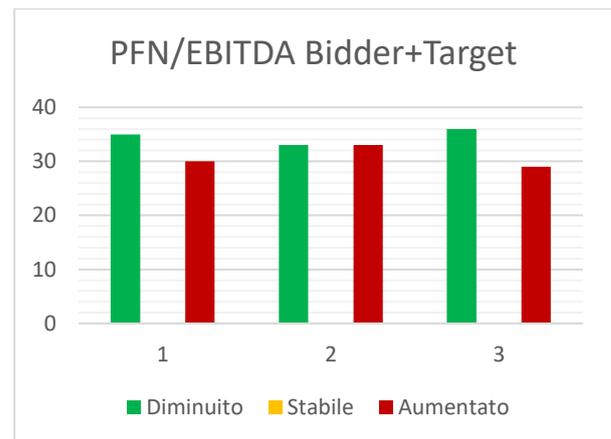
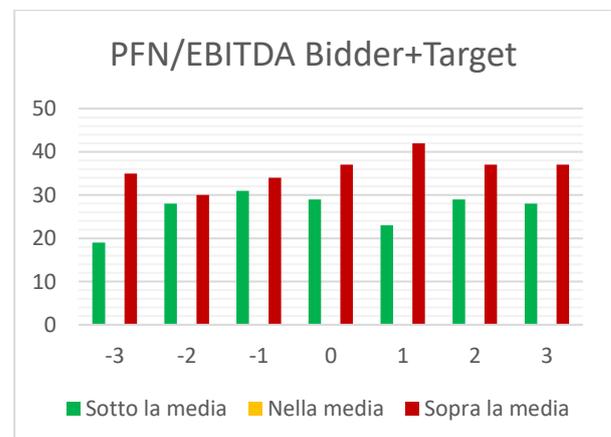


Figura 26: Numero di imprese Bidder e Target combinate con PFN/EBITDA sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]



La combinazione delle due imprese non subisce particolari shock sul Financial Distress: rispetto agli anni precedenti al deal si assiste a un taglio consistente delle esposizioni debitorie solo nel primo anno post-M&A, che ritornano ai livelli standard l'anno successivo e aumentano ancora al terzo anno; l'EBITDA cresce poco e l'indice PFN/EBITDA sale durante $t=+3$, ma si assesta su valori non preoccupanti. Il numero di imprese che affrontano positivamente i cambiamenti post-M&A cala lievemente tra il primo e il secondo anno del deal, mantenendosi poco sopra metà delle imprese, mentre rispetto al Gruppo dei Peers c'è un drastico calo di imprese meno esposte della media tra $t=0$ e l'anno successivo, imputabile alla necessità delle imprese Bidder di ricorrere al debito per finanziare il completamento dell'operazione. Successivamente, un buon numero di imprese ritorna ad avere indici sotto la media del settore, passando da 23 a 29 su 66, attestandosi sui livelli pre-Merger: poco meno della metà delle imprese Bidder+Target coinvolte in M&A sono meno esposte finanziariamente rispetto ai competitor ed è un dato che può rientrare nella norma.

Risulta necessario comprendere il calo nel valore della PFN tra anno del deal e primo anno post-closing, poiché i progressi di redditività operativa non sono sufficienti a spiegarlo; è quindi necessario valutare se le imprese che hanno migliorato il loro rapporto di Distress Finanziario siano quelle impegnate in deal più grandi, che hanno contribuito maggiormente a causare questa riduzione sensibile di valor medio, o più ridotti.

Come già spiegato nella sezione dedicata alle imprese Target, le due imprese devono riorganizzarsi e l'impresa acquisita beneficerà di una maggiore rapidità e reattività al cambiamento che le consentirà di migliorare le performance operative e ridurre i debiti finanziari ripagandoli con le proprie entrate ma, a causa del diverso peso relativo tra le due imprese, il successo del deal per la nuova entità combinata dipenderà principalmente dalle performance e dalla capacità dell'acquirente di ottenere vantaggi dall'operazione.

IN BREVE:

- Le imprese Bidder riescono a mantenere i propri valori di PFN/EBITDA **sotto i valori critici**.
- Le imprese Target sostengono una **netta diminuzione** dell'indice di Distress che le porta sotto la soglia critica, ma sembra spinto da un **miglioramento generalizzato** del mercato.
- Le imprese Bidder+Target si mantengono sotto i valori di allerta, in una fase di **relativa stabilità** con risultati simili a quelle del pre-M&A.

Capitolo 5

Identificazione caratteristiche chiave

In questo capitolo è stata selezionata una lista di caratteristiche finanziarie dell'impresa Bidder, della Target o della struttura dell'operazione che possono determinare l'eventuale successo o insuccesso dell'M&A e, attraverso i dati finanziari ricavati nel capitolo 4, si è valutato l'impatto sui risultati dei deal.

5.1 Dimensione del deal

Il primo criterio di selezione è la dimensione delle imprese coinvolte nell'operazione: i deal sono stati classificati in due categorie, rispettivamente Larger e Smaller, a seconda del fatto che il Patrimonio Netto cumulato delle imprese Bidder e Target durante l'anno del completamento dell'operazione fosse superiore a 280 Milioni di euro o meno.

I parametri di valutazione rimangono, dal Capitolo precedente, EBITDA Margin, variazione percentuale di Patrimonio Netto e PFN/EBITDA e, con analisi dei valori medi, delle imprese che migliorano le proprie performance durante il post-merger e confrontate al Gruppo dei Peers. Poiché alcune delle operazioni oggetto di studio prevedono la cessazione dell'attività della Target durante l'orizzonte temporale, si prenderanno in considerazione le prestazioni combinate di Bidder e Target. Utilizzando questo criterio si sono suddivise le 66 operazioni di M&A rispettivamente in 32 deal Larger e 34 Smaller, classificati a Pagg.46-47 con il valore del Patrimonio Netto combinato durante l'anno del closing espresso in milioni di euro: questa suddivisione consente di poter fare inferenze sui valori medi con significatività statistica (*teorema del limite centrale*²²).

²² Secondo il Teorema del Limite Centrale, la media di una serie di N variabili aleatorie indipendenti e con pari distribuzione, per N tendente a infinito, tende a una distribuzione normale, indipendentemente dalla distribuzione delle variabili. La regola euristica prevede che la condizione sufficiente per dare significatività statistica e consentire l'applicazione del Teorema è che $N \geq 30$,

Deal Larger:

1. Cairo Communications Spa -> RCS Media Group SpA: 484,07 mln€
2. Terna SpA -> Societa Elettrica Ferroviaria S.r.l.: 4.185,93 mln€
3. Italcementi SpA -> Cementir Italia SpA: 2.720,13 mln€
4. Autostrade per l'Italia S.p.A. -> Societa Autostrada Tirrenica S.p.a. (74.95% Stake): 2.646,38 mln€
5. Recordati SpA -> Italchimici SpA: 919,53 mln€
6. Arnoldo Mondadori Editore SpA -> Rizzoli Libri S.p.A.: 433,87 mln€
7. Edison S.p.A. -> Zephyro S.p.A.: 6.192,20 mln€
8. IREN S.p.A. -> TRM S.p.a.: 2.307,80 mln€
9. Gruppo Sodalis Srl -> Deborah Group S.r.l.: 500,90 mln€
10. Inalca S.p.A. -> Unipeg Societa Cooperativa Agricola: 505,53 mln€
11. R.T.I. S.p.A. -> Monradio S.r.l.: 838,36 mln€
12. I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A. -> Tissue Machinery Company: 425,93 mln€
13. HERAmbiente S.p.A. -> Waste Recycling S.p.A.: 374,35 mln€
14. Italgas S.p.A. -> Medea S.p.A.: 1.339,64 mln€
15. Ascopiave SpA -> Pasubio Group S.p.A.: 467,35 mln€
16. Interpump Group S.p.A. -> Tubiflex S.p.A.: 692,85 mln€
17. Snam SpA -> TEP Energy Solution S.r.l.: 5.992,65 mln€
18. I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A. -> Eurosicma S.p.A.: 405,43 mln€
19. Open Fiber S.p.A. -> Metroweb Italia S.p.A.: 466,49 mln€
20. Edison S.p.A. -> Gas Natural Vendita Italia S.p.A.: 6.167,72 mln€
21. A2A SpA -> Linea Group Holding SpA: 3.481,33 mln€
22. Buzzi Unicem SpA -> Cementi Zillo S.p.A.: 2.852,13 mln€
23. Intek Group S.p.A. -> ErgyCapital S.p.A.: 463.84 mln€
24. IREN S.p.A. -> ACAM S.p.A.: 2.537,67 mln€
25. Italgas S.p.A. -> Enerco Distribuzione S.p.A.: 1.209,98 mln€
26. Marr S.p.A. -> DE.AL. s.r.l.: 287.52 mln€
27. Arnoldo Mondadori Editore SpA -> Banzai Media Holding S.r.l.: 317,80 mln€
28. A2A SpA -> TS Energy Italy S.p.A.: 3.530,85 mln€
29. Italgas S.p.A. -> Ichnusa Gas S.p.A.: 1.329,35 mln€
30. Cellnex Italia s.r.l. -> CommsCon Italia s.r.l.: 798,66 mln€
31. ESTRA S.P.A. -> COOPGAS S.r.l.: 327,34 mln€
32. Megadyne S.p.A. -> Sampla Belting Srl: 311,11 mln€

Deal Smaller:

1. Sirti S.p.A. -> Foi&Vitali Elettrodotti Spa: 74,20 mln€
2. Cartiera dell'Adda S.r.l. -> Industria Cartaria Pieretti SpA: 63,03 mln€
3. Vianini SpA -> Domus Italia SpA: 247,01 mln€
4. Rimorchiatori Riuniti S.p.A. -> Rimorchiatori Augusta S.p.A.: 272,69 mln€
5. Recipharm Italia S.p.A. -> Mitim S.r.l.: 45,86 mln€
6. Sabelli S.p.A. -> Trevisanalat s.p.a.: 26,35 mln€
7. Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa -> Temakinho Italia SRL: 179,55 mln€
8. Tinexta S.p.A. -> Co.Mark S.p.A.: 123,91 mln€
9. Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa -> America Graffiti Franchising S.r.l.: 198,10 mln€
10. Indel B S.p.A. -> Autoclima S.p.A.: 91,53 mln€
11. Tinexta S.p.A. -> Warrant Hub SpA: 152,85 mln€
12. Carel Industries SpA -> Recuperator S.p.A.: 124,92 mln€
13. Mittel Private Equity SpA -> Industria Metallurgica Carmagnolese Srl: 264,30 mln€
14. Emak S.p.A. -> Lavorwash S.p.A.: 219,64 mln€
15. Voilap Holding Srl -> Imecon Engineering S.r.l.: 109,62 mln€
16. Gennaro Auricchio S.p.A. -> Cascine Emiliane SpA: 36,43 mln€
17. Gruppo Società Gas Rimini Spa -> Astea Energia SPA: 273,99 mln€
18. Mittel Private Equity SpA -> Ceramica Cielo S.p.A.: 257,61 mln€
19. Coeclerici S.p.A. -> IMS Deltamatic S.p.A.: 78,55 mln€
20. Tinexta S.p.A. -> Visura SpA: 120,51 mln€
21. Pastificio Di Martino Gaetano & F.Lli SpA -> Grandi Pastai Italia S.p.A.: 21,81 mln€
22. Itinera S.p.A. -> SEA Segnaletica Stradale S.p.A.: 249,19 mln€
23. Gamenet S.p.A. -> GoldBet S.r.l.: 172,63 mln€
24. SNAITECH S.p.a. -> Cogetech S.p.A.: 155,87 mln€
25. Centrale del Latte d'Italia S.p.A. -> Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A.: 55,30 mln€
26. Alpitour S.p.A. -> Eden travel group Srl: 155,45 mln€
27. Dedalus Holding S.p.A. -> NoemaLife SpA: 66,85 mln€
28. Marche Multiservizi S.p.A. -> Megas. Net S.p.a.: 116,80 mln€
29. Baule Volante s.p.a. -> IL Fior Di Loto S.r.l.: 3,32 mln€
30. Triboo S.p.A. -> Grother S.r.l.: 55,78 mln€
31. Tamini Trasformatori S.r.l. -> TES Transformer Electro Service srl: 86,62 mln€
32. Gruppo Zaffiro Srl -> Villa Gisella srl: 28,01 mln€
33. JAKALA S.p.A. -> Value Lab S.p.A.: 42,34 mln€
34. Nutrilinea S.r.l. -> Pharcoterm Srl: 50,90 mln€

EBITDA Margin (%)

Tabella 25: Media EBITDA Margin dei Deal Larger – (Larger) e dei Deal Smaller (Smaller) nelle M&A nell’orizzonte [-3;+3]

Anni relativi al deal (Larger)	EBITDA (migliaia €; media)	Ricavi (migliaia €; media)	EBITDA (%)
-3	545.810,23	2.591.805,34	21,06%
-2	481.538,69	2.228.972,90	21,60%
-1	476.287,92	2.158.608,40	22,06%
0	541.655,07	2.210.671,51	24,50%
+1	537.623,10	2.216.907,96	24,25%
+2	584.645,48	2.189.371,24	26,70%
+3	580.347,25	2.506.745,69	23,15%

Anni relativi al deal (Smaller)	EBITDA (migliaia €; media)	Ricavi (migliaia €; media)	EBITDA (%)
-3	19.913,73	249.421,51	7,98%
-2	19.922,35	265.952,11	7,49%
-1	26.183,67	217.927,81	12,01%
0	29.869,06	280.713,60	10,64%
+1	32.888,95	323.308,05	10,17%
+2	29.930,22	293.051,19	10,21%
+3	30.276,29	299.051,12	10,12%

Figura 27: Andamento dell’EBITDA Margin dei Deal Larger – (Larger) e dei Deal Smaller (Smaller) nelle M&A nell’orizzonte [-3;+3]

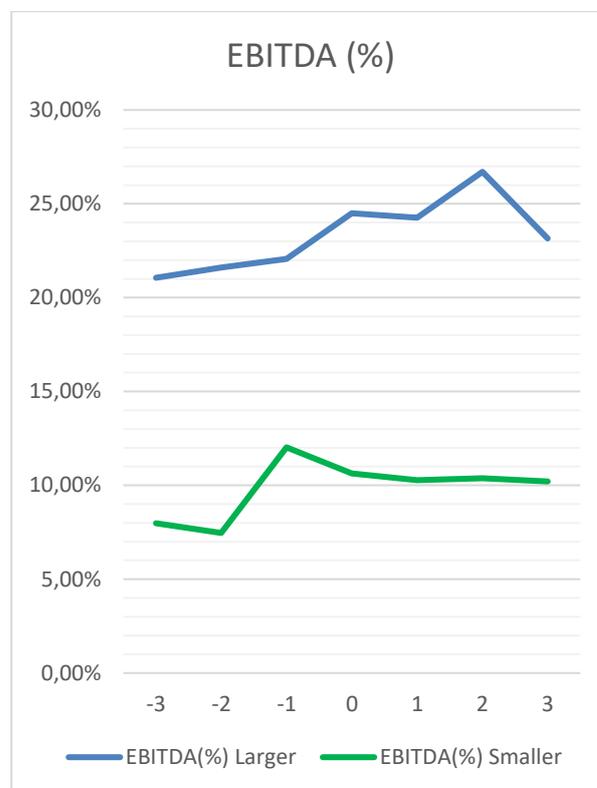


Tabella 26: Numero imprese Bidder+Target impegnate in Deal Larger – (Larger) e Deal Smaller (Smaller) che hanno visto aumentare, ridurre o rimanere stabile il proprio EBITDA Margin nei tre anni successivi all’M&A.

Anni relativi al deal (Larger)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	10	7	13
+2	15	5	11
+3	14	3	13

Anni relativi al deal (Smaller)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	13	9	12
+2	15	4	15
+3	15	4	15

Tabella 27: Numero di Imprese Bidder+Target impegnate in Deal Larger – (Larger) e Deal Smaller (Smaller) con EBITDA Margin sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]

Anni relativi al deal (Larger)	Imprese sopra la media	Imprese nella media	Imprese sotto la media
-3	19	1	7
-2	21	1	7
-1	24	1	7
0	23	2	6
+1	22	2	6
+2	23	2	7
+3	25	2	4

Anni relativi al deal (Smaller)	Imprese sopra la media	Imprese nella media	Imprese sotto la media
-3	12	6	12
-2	15	5	12
-1	18	3	12
0	17	5	12
+1	17	6	11
+2	19	4	11
+3	18	2	14

Come preventivato, i valori medi di Deal Larger e Deal Smaller sono su differenti ordini di grandezza (il rapporto dei Ricavi tra le due categorie è circa dieci a uno) e hanno diversi risultati: l'EBITDA dei Deal Larger oscilla alternando crescite moderate e lievi cali, non in linea con l'andamento del Fatturato, determinando un EBITDA Margin non lineare che raggiunge il suo massimo in $t=+2$ per poi diminuire di circa 3.5 punti percentuali durante l'anno successivo; discorso diverso per le operazioni Smaller, nelle quali l'EBITDA% rimane sostanzialmente stabile dall'anno del closing. In media, le fusioni non sembrano portare vantaggio a piccole imprese, probabilmente a causa della mancanza di una struttura e di un team capace di integrare la nuova impresa appena acquisita o incorporata all'interno della Bidder per far sì che si sviluppino i benefici dell'operazione; inoltre, le imprese impegnate in Deal Smaller hanno prestazioni peggiori dell'altra categoria in tutto l'orizzonte di analisi, quindi sembra delinearsi un forte impatto della variabile dimensionale sulla riuscita dell'operazione.

Le imprese congiunte Bidder+Target che migliorano rispetto all'anno del completamento dell'operazione aumentano di numero di anno in anno, e si nota una quota di imprese *inerziali* che in $t=+1$ avevano conservato performance simili all'anno precedente che nella finestra temporale successiva tendono a far meglio del proprio passato: una grande operazione non sembra necessitare di risultati immediati, anzi: la necessità di integrare società di grandi dimensioni in contesti differenti potrebbe portare risultati di Breve Periodo stabili ma non di successo. Le imprese di dimensioni più limitate hanno un numero di deal di successo, che comprende valori simili o superiori a $t=0$, più alto durante i primissimi tempi, ma nel Lungo Periodo tendono a stabilizzarsi su quantità minori.

Il confronto con il Gruppo dei Peers segnala che le grandi imprese hanno prestazioni migliori della media del settore in maggiore quantità, con questo numero che aumenta tra $t=+1$ e $t=+3$, nonostante il calo dei valori medi dell'indice EBITDA% nell'ultimo anno: una ipotesi plausibile prevede che ci sia stato un calo del settore che ha fatto scendere la redditività media, ma in misura minore per le imprese che hanno intrapreso un deal. L'M&A è stata quindi una operazione che ha permesso alle grandi imprese una strategia difensiva efficace contro l'aggravarsi delle circostanze economiche avvenute durante il terzo anno post-merger.

Il confronto con il Gruppo dei Peers per le imprese coinvolte nei Deal Smaller non segnala tendenze crescenti o decrescenti, ma si conferma che meno imprese rispetto ai deal Larger hanno risultati migliori dei propri competitor dopo il completamento dell'M&A.

Patrimonio Netto

Tabella 28: Media $\Delta\%$ di Patrimonio Netto dei Deal Larger – (Larger) e dei Deal Smaller (Smaller) in M&A nei tre anni successivi all’operazione.

Anno Relativo Deal (Larger)	PN _i -PN ₀ (migliaia €; media)	PN ₀ (migliaia €; media)	(PN _i -PN ₀)/PN ₀
+1	86.877,58	1.706.756,55	5,09%
+2	167.596,00	1.706.756,55	9,82%
+3	406.030,35	1.706.756,55	23,79%

Anno Relativo Deal (Smaller)	PN _i -PN ₀ (migliaia €; media)	PN ₀ (migliaia €; media)	(PN _i -PN ₀)/PN ₀
+1	9.735,64	124.161,46	7,84%
+2	3.816,12	124.161,46	3,07%
+3	-364,45	124.161,46	-0,29%

Figura 28: Andamento del Patrimonio Netto dei Deal Larger – (Larger) e dei Deal Smaller (Smaller) nelle M&A nei tre anni successivi all’operazione.

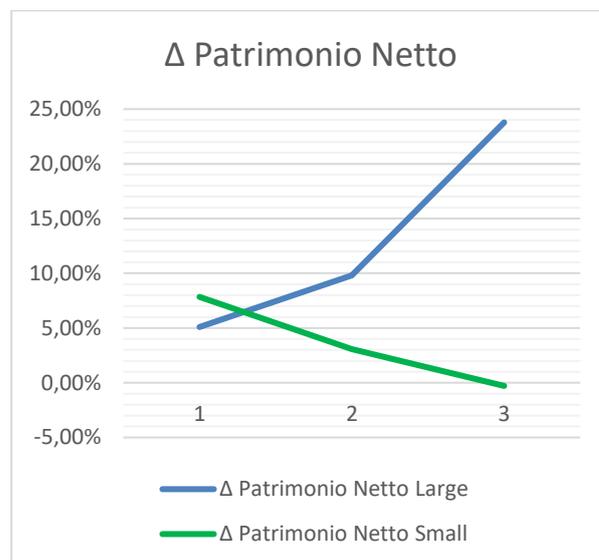


Tabella 29: Numero dei Deal Larger – (Larger) e dei Deal Smaller (Smaller) in M&A che hanno assistito a un incremento, decremento o mantenimento del Patrimonio Netto nei tre anni dopo l’operazione.

Anno relativo Deal (Larger)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	22	0	9
+2	22	0	10
+3	25	0	6

Anno relativo Deal (Smaller)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	27	0	7
+2	22	0	12
+3	22	0	12

I valori di EBITDA Margin segnalavano staticità nel post-Merger per le imprese impegnate in Deal Smaller, ma il Patrimonio Netto dà informazioni peggiori: la variazione di Patrimonio Netto, che durante il primo anno successivo al closing era stato più alto delle grandi operazioni, diminuisce anno dopo anno e in t=+3 raggiunge valori negativi. Per gli shareholder investire su una operazione è efficace solo se coinvolge imprese di dimensioni notevoli, come dimostrato dal trend nettamente crescente dei Deal Larger.

Il numero di imprese a Patrimonio Netto incrementato rispetto all’anno di chiusura del deal segnala però una quantità maggiore di benefici dell’operazione, perciò sui valori medi hanno impattato dei risultati Patrimoniali fortemente negativi che hanno comportato questo calo drastico. Per valutare l’operato medio delle imprese senza questi potenziali Outlier sono state ricalcolate le medie escludendo le due coppie Bidder+Target che durante il terzo anno successivo al deal hanno ottenuto le peggiori variazioni di Equity, ovvero Itinera S.p.A.+SEA Segnaletica Stradale S.p.A. e Alpitour

S.p.A.+Eden travel group Srl, che hanno perso rispettivamente 255,25 e 110,32 milioni di euro in $t=+3$.

Figura 29: Andamento del Patrimonio Netto dei Deal Smaller nei tre anni post-M&A; sono stati eliminati i due principali Outlier negativi.

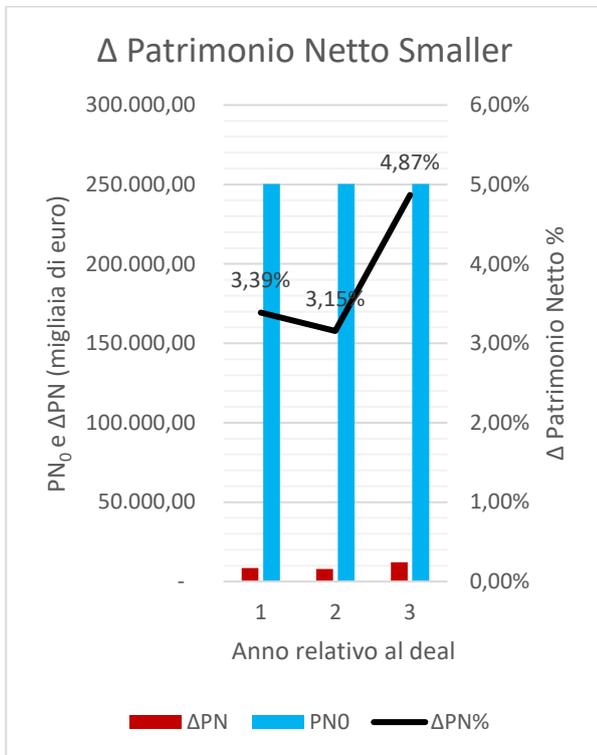
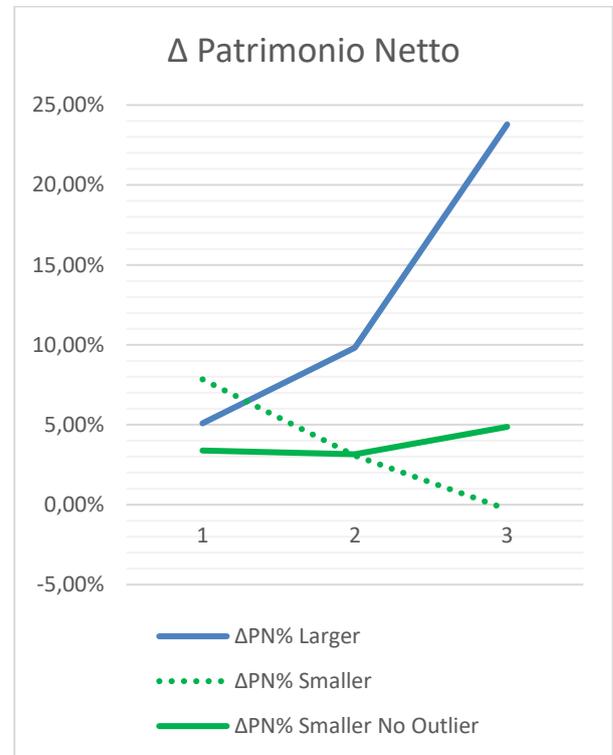


Figura 30: Andamento del Patrimonio Netto dei Deal Smaller nei tre anni post-M&A; con e senza i due principali Outlier negativi, e dei deal Larger.



Sebbene i risultati dell'indice migliorino in $t=+3$ con l'esclusione dei due Outlier diventando positivi, nei tre anni i deal Small presentano valori medi ampiamente al di sotto degli risultati ottenuti dalle imprese Bidder+Target coinvolte in grandi operazioni di M&A.

PFN/EBITDA

Tabella 30: media PFN/EBITDA dei Deal Larger – (Larger) e dei Deal Smaller (Smaller) in M&A nell'intervallo [-3;+3].

Anni relativi al deal (Larger)	PFN (migliaia €; media)	EBITDA (migliaia €; media)	PFN/EBITDA
-3	532.992,75	545.810,23	0,98x
-2	647.312,76	477.355,13	1,36x
-1	599.501,05	476.287,92	1,26x
0	515.028,51	541.655,07	0,95x
+1	445.949,33	537.623,10	0,83x
+2	509.236,25	584.645,48	0,87x
+3	546.382,72	580.347,25	0,94x

Anni relativi al deal (Smaller)	PFN (migliaia €; media)	EBITDA (migliaia €; media)	PFN/EBITDA
-3	52.684,24	19.845,98	2,65x
-2	45.168,04	19.667,42	2,30x
-1	41.903,33	26.183,67	1,60x
0	50.195,39	29.869,06	1,68x
+1	47.410,57	32.888,95	1,44x
+2	94.693,13	29.930,22	3,16x
+3	124.070,93	30.276,29	4,10x

Figura 31: Andamento dell'indice PFN/EBITDA dei Deal Larger – (Large) e dei Deal Smaller (Small) nelle M&A nell'orizzonte [-3;+3]

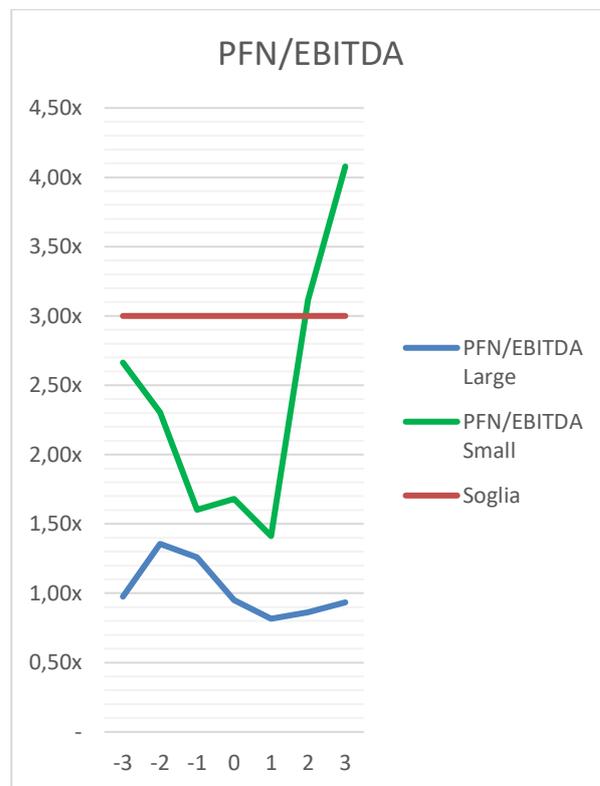


Tabella 31: Numero imprese Bidder impegnate in Deal Larger – (Larger) e Deal Smaller (Smaller) che hanno visto aumentare, ridurre o rimanere stabile l'indice PFN/EBITDA nei tre anni successivi all'M&A.

Anni relativi al deal (Larger)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	18	0	13
+2	15	0	17
+3	16	0	15

Anni relativi al deal (Smaller)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	17	0	17
+2	18	0	16
+3	20	0	14

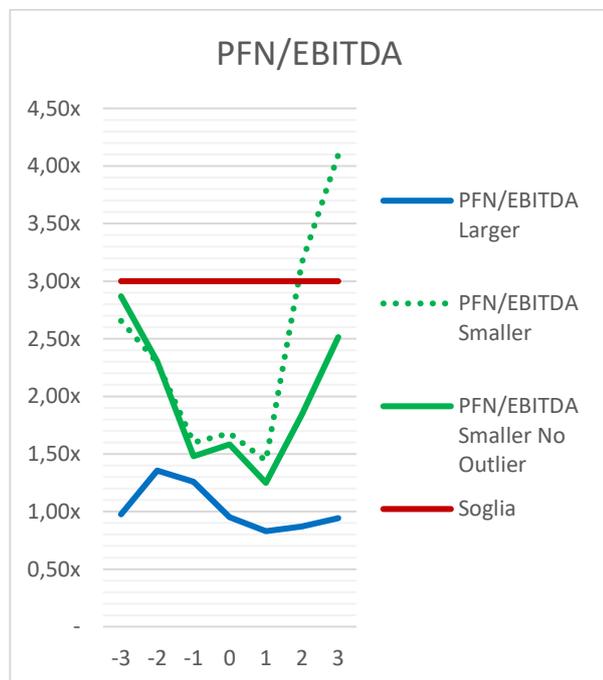
Tabella 32: Numero di Imprese Bidder impegnate in Deal Larger – (Larger) e Deal Smaller (Smaller) con indice PFN/EBITDA sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]

Anni relativi al deal (Larger)	Imprese sotto la media	Imprese nella media	Imprese sopra la media
-3	9	0	17
-2	15	0	13
-1	16	0	16
0	15	0	17
+1	12	0	19
+2	17	0	15
+3	17	0	14

Anni relativi al deal (Smaller)	Imprese sotto la media	Imprese nella media	Imprese sopra la media
-3	10	0	18
-2	13	0	17
-1	15	0	18
0	14	0	20
+1	11	0	23
+2	12	0	22
+3	11	0	23

Il confronto tra Large e Deal Smaller sull'esposizione finanziaria conferma le peggiori performance dei deal condotti imprese della categoria Smaller, con un indice PFN/EBITDA costantemente superiore per questa categoria di operazioni. L'EBITDA nel post-merger rimane stazionario e non tiene il passo di passività sempre più alte e negli ultimi due anni analizzati il rapporto PFN/EBITDA supera la soglia di allerta di 3x. Anche in questo caso l'analisi del numero di imprese che hanno migliorato la propria condizione durante la fase post-closing segnala una maggioranza di imprese virtuose, quindi si è deciso di ricalcolare i valori medi di PFN/EBITDA dei Deal Smaller eliminando le due coppie di Bidder e Target maggiormente esposte a livello di Posizione Finanziaria Netta su EBITDA, cioè Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa che acquisisce Temakinho Italia SRL e Alpitour S.p.A. che incorpora Eden travel group Srl, durante l'ultimo anno di analisi esposte finanziariamente per 273,48 milioni di euro a fronte di 10,21 milioni di EBITDA (PFN/EBITDA pari a 26,47x) e 1,44 miliardi di euro di PFN con 19,22 milioni di EBITDA (PFN/EBITDA di 74,92x). Eliminando queste due coppie che costituiscono degli Outlier sulla media, ci si attende una riduzione consistente degli indici sotto il valore critico di 3x.

Figura 32: Andamento dell'indice PFN/EBITDA dei Deal Larger e Smaller con e senza le due coppie Bidder+Target a più alta Posizione Finanziaria Netta nell'orizzonte [-3;+3].



Nonostante una parziale normalizzazione del rapporto PFN/EBITDA che porta i valori medi sotto 3x, si ripete la tendenza in t=+2 e t=+3 a risalire e avvicinarsi alla soglia di attenzione: le operazioni che migliorano il proprio PFN/EBITDA sembrano quindi avere progressi marginali rispetto alla minoranza che peggiora che ha un impatto più deciso sui valori medi.

La valutazione degli indici comparati al Gruppo dei Peers mostra numerose oscillazioni nei Deal Larger, con un discreto numero imprese che passano da performance migliori della media in t=0 a peggiori l'anno successivo (si passa da 15 a 12 imprese su 32 con PFN/EBITDA sotto la media dei Peers), salvo ritornare a una situazione simile a quella di partenza in t=+2 (17 su 32), mentre le

operazioni più ridotte assistono a un calo di imprese sopra la media tra l'anno del closing e il successivo, spiegato dalla necessità di queste imprese di dover ricorrere a ulteriore debito per finanziare il completamento del merger. Negli anni successivi non ci sono variazioni sostanziali di imprese sopra la media del benchmark e si segnala inoltre la costante *undepformance* dei Deal Smaller rispetto ai Deal Larger, anche in termini di quantità di imprese: per la riuscita di un M&A, la variabile dimensionale dell'impresa risulta essere fortemente impattante.

IN BREVE:

- La dimensione del deal impatta in maniera netta sulle prestazioni e i deal Larger hanno **migliori risultati** rispetto alla media dei Peers: l'M&A è una buona strategia difensiva se c'è calo di redditività.
- I deal Smaller riscontrano **prestazioni negative** e nel lungo periodo hanno una parziale distruzione di Shareholder Value; eliminando dall'analisi Outlier critici si registra una crescita Patrimoniale blanda e poco sostenuta.
- La mancata crescita Patrimoniale delle imprese dei deal Smaller si riflette anche sull'esposizione finanziaria, con i deal Smaller che negli anni successivi al deal **non riescono a sostenere il debito** contratto per il deal e superano i valori di allerta.

5.2. Diversificazione o Focus

In questa sezione analizzeremo le performance dei deal nel caso di operazioni che avvengono tra imprese operanti in diversi settori (in questo caso, si parla di M&A con funzione di *diversificazione*) e in quelli in cui Bidder e Target appartengono allo stesso settore di mercato (funzione *focus*).

Abbiamo suddiviso le 66 operazioni raccolte precedentemente in due categorie: operazioni *Same Industry* e *No Same Industry*. Il criterio di classificazione nelle due categorie è il confronto dei codici ATECO delle imprese, che vengono utilizzati dall'Istat per la classificazione delle attività economiche. Le prime due cifre del codice riconducono alla macrocategoria di attività economica, denominata da una lettera dell'alfabeto: tutte le categorie sono presenti nell'Allegato I. Se le due imprese sono contraddistinte dalla stessa lettera alfabetica, si classificano come Same Industry, altrimenti appartengono alla categoria No Same Industry.

I parametri di valutazione rimangono, dal Capitolo precedente, EBITDA Margin, variazione percentuale di Patrimonio Netto e PFN/EBITDA e, con analisi dei valori medi, delle imprese che migliorano le proprie performance durante il post-merger e confrontate al Gruppo dei Peers. Poiché alcune delle operazioni oggetto di studio prevedono la cessazione dell'attività della Target durante l'orizzonte temporale, si prenderanno in considerazione le prestazioni combinate di Bidder e Target. L'associazione del deal alla propria categoria è presente nell'allegato J, mentre i deal sono classificati nell'allegato K e, in breve, a partire da pagina 56: abbiamo ricavato 32 operazioni Same Industry e 34 deal No Same Industry, rispettando la dimensione minima dei campioni necessaria per avere significatività statistica.

Deal Focus – Same Industry:

1. Terna SpA (D) -> Società Elettrica Ferroviaria S.r.l. (D)
2. Italcementi (C) -> Cementir Italia SpA (C)
3. Recordati SpA (C) -> Italchimici SpA (C)
4. Arnoldo Mondadori Editore SpA (J) .> Rizzoli Libri S.p.A. (J)
5. Cartiera dell'Adda S.r.l. (C).> Industria Cartaria Pieretti SpA (C)
6. Inalca S.p.A. (C) -> Unipeg Società Cooperativa Agricola (C)
7. R.T.I. S.p.A. (J) -> Monradio S.r.l. (J)
8. Rimorchiatori Riuniti S.p.A. (H) -> Rimorchiatori Augusta S.p.A. (H)
9. I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A. (C) -> Tissue Machinery Company (C)
10. Sabelli S.p.A. (C) -> Trevisanalat s.p.a. (C)
11. Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa (I) -> Temakinho Italia SRL (I)
12. Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa (I) -> America Graffiti Franchising S.r.l. (I)
13. Indel B S.p.A. (C) -> Autoclima S.p.A. (C)
14. Tinexta S.p.A. (M) -> Warrant Hub SpA (M)
15. Carel Industries SpA (C) -> Recuperator S.p.A. (C)
16. HERAmbiente S.p.A. (E) -> Waste Recycling S.p.A. (E)
17. Emak S.p.A. (C) -> Lavorwash S.p.A. (C)
18. Interpump Group S.p.A. (C) -> Tubiflex S.p.A. (C)
19. Snam SpA (M) -> TEP Energy Solution S.r.l. (M)
20. Pastificio Di Martino Gaetano & F.lli SpA (C) -> Grandi Pastai Italiani S.p.A. (C)
21. I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A. (C) -> Eurosicma S.p.A. (C)
22. Itinera S.p.A. (F) -> SEA Segnaletica Stradale S.p.A. (F)
23. Gamenet S.p.A. (R) -> GoldBet S.r.l. (R)
24. SNAITECH S.p.a. (R) -> Cogetech S.p.A. (R)
25. Centrale del Latte d'Italia S.p.A. (C) -> Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A. (C)
26. Buzzi Unicem SpA (C) -> Cementi Zillo S.p.A. (C)
27. Alpitour S.p.A. (N) -> Eden travel group Srl (N)
28. Dedalus Holding S.p.A. (J) -> NoemaLife SpA (J)
29. Baule Volante s.p.a. (G) -> IL Fior Di Loto S.r.l. (G)
30. Marr S.p.A. (G) ->DE.AL s.r.l. (G)
31. Nutrilinea S.r.l. (C) -> Pharcoterm Srl (C)
32. Megadyne S.p.A. (C) -> Sampla Belting Srl (C)

Deal Diversificazione – No Same Industry:

1. Cairo Communications SpA (M) -> RCS Media Group SpA (J)
2. Sirti S.p.A. (C) -> Foi & Vitali Elettrodotti Spa (F)
3. Autostrade per l'Italia S.p.A (H) -> Società Autostrada Tirrenica S.p.a. (F)
4. Edison S.p.A. (M) -> Zephyro S.p.A. (F)
5. IREN S.p.A. (D) -> TRM S.p.a. (E)
6. Vianini SpA (C) -> Domus Italia SpA (K)
7. Gruppo Sodalis Srl (M) -> Deborah Group S.r.l. (C)
8. Recipharm Italia S.p.A. (M) -> Mitim S.r.l. (C)
9. Tinexta S.p.A.(M) -> Co.Mark S.p.A. (N)
10. Mittel Private Equity SpA (M) .-> Industria Metallurgica Carmagnolese Srl (C)
11. Voilap Holding Srl (M) -> Imecon Engineering S.r.l. (C)
12. Gennaro Auricchio S.p.A. (C) -> Cascine Emiliane SpA (G)
13. Italgas S.p.A. (K) -> Medea S.p.A (D)
14. Ascopiave SpA (M) -> Pasubio Group S.p.A. (D)
15. Gruppo Società Gas Rimini spa (M) -> Astea Energia SPA (D)
16. Mittel Private Equity SpA (M) -> Ceramica Cielo S.p.A. (C)
17. Coeclerici S.p.A (K) -> IMS Deltamatic S.p.A. (C)
18. Tinexta S.p.A: (M) -> Visura SpA (J)
19. Open Fiber S.p.A (J) -> Metroweb Italia S.p.A: (M)
20. Edison S.p.A (M) -> Gas Natural Vendita Italia S.p.A. (D)
21. A2A SpA (D) -> Linea Group Holding SpA (M)
22. Intek Group S.p.A. (M) -> ErgyCapital S.p.A. (K)
23. IREN S.p.A. (D) -> ACAM S.p.A. (E)
24. Italgas S.p.A. (K) -> Enerco Distribuzione S.p.A. (D)
25. Marche Multiservizi S.p.A. (E) -> Megas. Net S.p.a.
26. Arnoldo Mondadori Editore SpA (J) -> Banzai Media Holding S.r.l. (M)
27. A2A SpA (D) -> TS Energy Italy S.p.A. (M)
28. Triboo S.p.A (M) -> Grother S.r.l. (K)
29. Tamini Trasformatori S.r.l. (C) -> TES Transformer Electro Service srl (F)
30. Italgas S.p.A. (C) -> Ichnusa Gas S.p.A. (M)
31. Gruppo Zaffiro Srl (M) -> Villa Gisella srl (Q)
32. JAKALA S.p.A. (G) -> Value Lab S.p.A. (M)
33. Cellnex Italia s.r.l. (M) -> CommsCon Italia s.r.l. (J)
34. ESTRA S.P.A. (M) -> COOPGAS S.r.l. (D)

EBITDA Margin (%)

Tabella 33: EBITDA Margin delle operazioni avvenute tra imprese dello stesso settore (Same Industry -SI) e imprese di settori differenti (No Same Industry - NSI)

Anni relativi al deal (SI)	EBITDA (migliaia €; media)	Ricavi (migliaia €; media)	EBITDA (%)
-3	219.052,15	785.630,32	27,88%
-2	203.525,74	786.204,09	25,89%
-1	223.135,96	780.241,91	28,60%
0	220.035,29	831.700,80	26,46%
+1	229.453,55	885.485,58	25,91%
+2	239.581,24	865.056,15	27,70%
+3	249.736,51	912.976,54	27,35%

Anni relativi al deal (NSI)	EBITDA (migliaia €; media)	Ricavi (migliaia €; media)	EBITDA (%)
-3	332.803,15	2.086.372,45	15,95%
-2	288.192,55	1.704.507,09	16,91%
-1	270.237,06	1.531.752,57	17,64%
0	332.570,03	1.578.568,39	21,07%
+1	316.360,84	1.556.719,78	20,32%
+2	354.640,50	1.539.211,16	23,04%
+3	334.152,23	1.777.372,57	18,80%

Figura 33: Andamento nell'orizzonte [-3;+3] dell'EBITDA Margin per deal Same Industry e deal No Same Industry

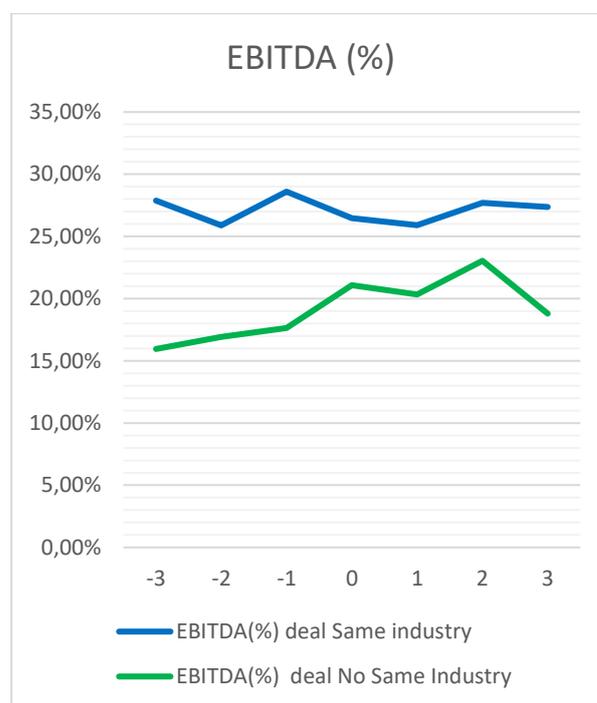


Tabella 34: Numero imprese che hanno visto aumentare, ridurre o rimanere stabile il proprio EBITDA Margin nei tre anni successivi all'M&A; operazioni avvenute tra imprese dello stesso settore (Same Industry -SI) e imprese di settori differenti (No Same Industry - NSI)

Anni relativi al deal (SI)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	12	8	12
+2	10	6	16
+3	14	5	13

Anni relativi al deal (NSI)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	11	8	13
+2	20	3	10
+3	15	2	15

Tabella 35: Numero di Imprese Bidder e Target combinate in M&A con EBITDA Margin sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]; operazioni avvenute tra imprese dello stesso settore (Same Industry -SI) e imprese di settori differenti (No Same Industry - NSI)

Anni relativi al deal (SI)	Imprese sopra la media	Imprese nella media	Imprese sotto la media
-3	19	6	7
-2	23	3	6
-1	24	2	5
0	24	3	5
+1	22	3	7
+2	22	4	6
+3	23	2	7

Anni relativi al deal (NSI)	Imprese sopra la media	Imprese nella media	Imprese sotto la media
-3	12	1	12
-2	13	3	13
-1	18	2	14
0	16	4	13
+1	17	5	10
+2	20	2	12
+3	20	2	11

Le imprese impegnate in deal Same Industry mantengono il loro EBITDA mediamente stabile fino all'anno dell'acquisizione, per poi crescere in maniera sostenuta. I Ricavi oscillano lungo l'orizzonte di studio ma l'indice EBITDA% non subisce forti oscillazioni.

Durante il periodo di integrazione, il numero di imprese che migliorano le loro performance rispetto all'anno del closing varia; con il picco positivo registrato durante il primo anno. L'anno successivo, quello del leggero incremento di EBITDA%, il numero di imprese migliorate cala, in controtendenza rispetto ai findings poco prima riscontrati. La variabile dimensionale del Bidder sulle performance di successo, poiché meno imprese operano meglio, ma si tratta di quelle impegnate in grandi operazioni. Il confronto con il Gruppo dei Peers segnala che la maggior parte delle imprese ottiene performance migliori della media e questo dato si mantiene piuttosto stabile negli anni.

Le imprese dei deal NSI non hanno prestazioni lineari: l'EBITDA alterna lievi crescite a cali drastici e le performance post-deal sono favorevoli fino a $t=+3$ dove avviene una riduzione sensibile della redditività operativa, mantenendosi in tutto il periodo di analisi sopra ai valori medi dei Same Industry. Il Fatturato è soggetto a numerose oscillazioni, ma rimane nettamente superiore a quello dei deal SI: le grandi holding, caratterizzate da alti Ricavi, acquisiscono imprese lontane dal settore di operatività, differenziando il proprio Gruppo Societario. Di conseguenza, l'indice EBITDA Margin si mantiene sensibilmente sotto i Same Industry.

In termini di numero di imprese, i deal di differenziazione non mostrano trend particolari poiché durante il primo anno le imprese che migliorano dal closing sono circa meno di un terzo, aumentando nettamente in $t=+2$ ma durante l'ultimo anno di analisi scende drasticamente. Rispetto al Gruppo dei Peers la maggioranza delle imprese Bidder e Target ha rendimenti pari o sopra la media, mantenendosi in numero ai due terzi a partire dall'ultimo anno prima della chiusura dell'operazione. Le imprese che si impegnano in deal *focus* sembrano trarre vantaggio in termini operativi: dall'analisi dei valori medi, l'EBITDA cresce nel post-M&A grazie soprattutto alla riduzione dei costi operativi e allo sfruttamento delle sinergie di *cost-cutting*, mentre le imprese congiunte in operazioni di diversificazione attraversano un periodo di incremento dei costi per l'integrazione delle due imprese. Per la Bidder, l'ingresso nel mercato di riferimento della Target potrebbe essere una novità e ciò potrebbe comportare spese consistenti in analisti e consulenti che consentano alla Bidder di apprendere a pieno le dinamiche di quel settore e di cercare di sviluppare future economie di scopo, difficili da raggiungere. Questo risultato è in linea con la letteratura accademica precedente: ad esempio, la *relatedness* come fattore di successo di un deal era già stata citata come una delle determinanti di performance sia nel Breve sia nel Lungo Periodo da Renneboog e

Vansteenkiste²³, mentre lo studio “Does merger & acquisition (M&A) strategy matter? A contingency perspective”²⁴ inquadra la scelta di strutturazione del deal in un contesto macroeconomico: quando si attraversano fasi di crescita economica e del Deal Value delle operazioni concluse, com'è stato, sebbene in maniera attenuata, l'orizzonte 2015-2018 da noi analizzato, le operazioni di *exploitation*, associabili ai nostri deal Same Industry performano molto meglio delle M&A *exploration*, che risultano portare migliori effetti in fasi economiche restrittive.

²³ Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019), Failure and Success in mergers and acquisitions, *Journal of Corporate Finance*, 650-699.

²⁴ Angwin, D., Urs, U., Appadu, N., Thanos, I., Vourloumis, S., & Kastanakis, M. (2022), Does merger acquisition (M&A) strategy matter? A contingency perspective, *European Management Journal*, 847-856.

ΔPatrimonio Netto %

Tabella 36: Variazione percentuale di Patrimonio Netto delle operazioni avvenute tra imprese dello stesso settore (Same Industry -SI) e imprese di settori differenti (No Same Industry - NSI)

Anni relativi al deal (SI)	PN _i – PN ₀ (migliaia €; media)	PN ₀ (migliaia €; media)	(PN _i – PN ₀)/PN ₀
+1	57.551,60	722.541,35	7,97%
+2	82.428,00	722.541,35	11,41%
+3	187.486,00	722.541,35	25,95%

Anni relativi al deal (NSI)	PN _i – PN ₀ (migliaia €; media)	PN ₀ (migliaia €; media)	(PN _i – PN ₀)/PN ₀
+1	33.178,65	949.772,83	3,49%
+2	63.863,70	949.772,83	6,72%
+3	192.559,29	949.772,83	20,27%

Figura 34: Variazione Percentuale del Patrimonio Netto per deal Same Industry e deal No Same Industry nei 3 anni post-M&A.

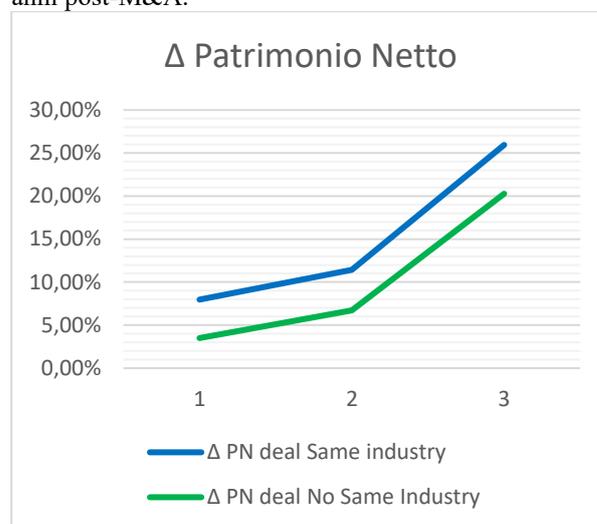


Tabella 37: Numero imprese che hanno visto aumentare, ridurre o rimanere stabile il proprio Patrimonio Netto nei tre anni successivi all'M&A; operazioni avvenute tra imprese dello stesso settore (Same Industry -SI) e imprese di settori differenti (No Same Industry - NSI)

Anni relativi al deal (SI)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	24	0	8
+2	21	0	11
+3	24	0	8

Anni relativi al deal (NSI)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	25	0	8
+2	23	0	11
+3	23	0	10

Le operazioni focus (SI) prevedono variazione patrimoniale positiva nei primi due anni dal closing, ma al terzo anno il Patrimonio Netto la crescita è ancora più netta. Il numero di imprese migliorate o inalterate subisce leggere variazioni negative nei tre anni, quindi il valore del terzo anno pari a +25,95% è da ricondurre alle imprese che avevano iniziato a ottenere vantaggi dall'M&A fin dal primo anno. Le sinergie combinate, appena accennate in t=+1 e t=+2, si sviluppano a pieno a partire dal terzo anno, quando le Target sono state inquadrate o direttamente incorporate nella Bidder, se non direttamente incorporate.

Le M&A di diversificazione (NSI) seguono un andamento simile alle focus ma in misura decisamente più limitata nei volumi. I miglioramenti Patrimoniali per imprese non quotate, eliminando dalle opzioni possibili gli aumenti di capitale (nella nostra ricerca abbiamo scorporato il Patrimonio Netto da queste operazioni di afflusso di capitali esterno), si riconducono principalmente a Utili portati a Riserva che costituiscono una nuova fonte di Equity, ma le informazioni sui risultati operativi denotano una costante *underperformance* dei deal Non Same Industry. Impegnarsi in operazioni focus è molto più conveniente di intraprendere M&A in settori non simili a quello di riferimento dell'impresa acquirente.

PFN/EBITDA

Tabella 38: Media PFN/EBITDA delle operazioni avvenute tra imprese dello stesso settore (Same Industry -SI) e imprese di settori differenti (No Same Industry - NSI)

Anni relativi al deal (SI)	PFN (migliaia €; media)	EBITDA (migliaia €; media)	PFN/EBITDA
-3	226.887,27	225.414,77	1,01x
-2	213.385,79	209.201,72	1,02x
-1	221.430,35	223.135,96	0,99x
0	239.911,00	220.035,29	1,09x
+1	241.028,33	229.453,55	1,05x
+2	334.510,84	239.581,24	1,40x
+3	352.518,10	249.736,51	1,41x

Anni relativi al deal (NSI)	PFN (migliaia €; media)	EBITDA (migliaia €; media)	PFN/EBITDA
-3	354.251,91	332.803,15	1,06x
-2	476.475,52	276.693,07	1,72x
-1	403.014,79	270.237,06	1,49x
0	309.129,52	332.570,03	0,93x
+1	234.095,68	316.360,84	0,74x
+2	259.140,79	354.640,50	0,73x
+3	299.263,54	334.152,23	0,90x

Figura 35: Andamento nell'orizzonte [-3;+3] dell'indice PFN/EBITDA per deal Same Industry e deal No Same Industry

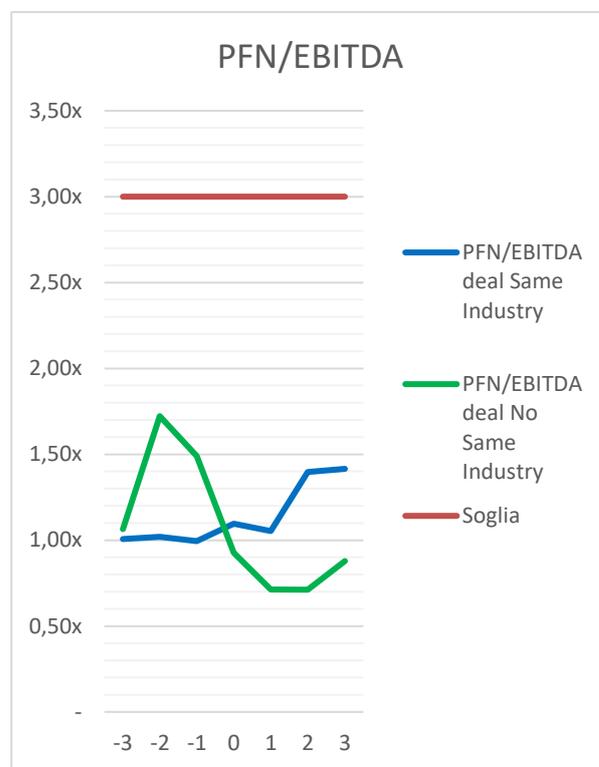


Tabella 39: Numero imprese che hanno visto aumentare, ridurre o rimanere stabile il proprio indice PFN/EBITDA nei tre anni successivi all'M&A; operazioni avvenute tra imprese dello stesso settore (Same Industry -SI) e imprese di settori differenti (No Same Industry - NSI)

Anni relativi al deal (SI)	Imprese a PFN/EBITDA ridotto da t=0	Imprese a PFN/EBITDA inalterato da t=0	Imprese a PFN/EBITDA aumentato da t=0
+1	17	0	15
+2	15	0	17
+3	18	0	14

Anni relativi al deal (NSI)	Imprese a PFN/EBITDA ridotto da t=0	Imprese a PFN/EBITDA inalterato da t=0	Imprese a PFN/EBITDA aumentato da t=0
+1	18	0	15
+2	18	0	16
+3	18	0	15

Tabella 40: Numero di Imprese Bidder e Target combinate in M&A con indice PFN/EBITDA sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]; operazioni avvenute tra imprese dello stesso settore (Same Industry -SI) e imprese di settori differenti (No Same Industry - NSI)

Anni relativi al deal (SI)	Imprese sotto la media	Imprese nella media	Imprese sopra la media
-3	10	0	20
-2	14	0	17
-1	14	0	17
0	14	0	18
+1	8	0	24
+2	11	0	21
+3	11	0	21

Anni relativi al deal (NSI)	Imprese sotto la media	Imprese nella media	Imprese sopra la media
-3	9	0	15
-2	14	0	13
-1	17	0	17
0	15	0	19
+1	15	0	18
+2	18	0	16
+3	17	0	16

Le due categorie di deal non presentano trend lineari e definiti, si può menzionare però il fatto che a partire dall'anno dell'operazione l'indice PFN/EBITDA delle operazioni Same Industry superi i Non Same Industry e tenda a crescere anno dopo anno, anche se rimane ancora sotto la soglia critica.

Il numero di imprese Same Industry che migliorano rispetto all'anno di completamento dell'M&A scende tra $t=+1$ e $t=+2$, salvo ritornare alla condizione di partenza: il debito contratto per finanziare il deal non riesce a essere coperto dall'autofinanziamento e la parziale espansione di EBITDA non è sufficiente a coprire le passività finanziarie contratte. Nel caso delle Non Same Industry la quantità di imprese con PFN/EBITDA sotto la media rimane stabile poco sopra la metà: probabilmente, le imprese Target dei deal diversificati vengono scelte dai Bidder anche sulla base di loro posizioni debitorie esposte, segnalate anche dagli indici relativamente alti dei due anni precedenti all'acquisizione, e pur non apportando netti miglioramenti all'operatività delle imprese (l'EBITDA non segnala incrementi consistenti) riescono a coprire parte delle pendenze debitorie.

Il confronto con il Gruppo dei Peers evidenzia che la maggioranza delle imprese coinvolte nei deal peggiorano rispetto alla media del settore nel post-merger nel caso di operazioni focus, mentre le operazioni di tipo *diversificazione* sostengono una leggera crescita di imprese che riducono PFN/EBITDA rispetto alla media di settore. Le imprese impegnate in merger subiscono alta volatilità nelle loro esposizioni finanziarie e sembrano esporsi maggiormente rispetto ai Peers, ma avviene principalmente se ci si impegna in una operazione focus; le M&A diversificazione determinano migliori risultati rispetto ai propri rivali a causa della natura della holding di impegnarsi in deal con differente rischiosità, quindi una ulteriore assunzione di debito non sembra avere effetti sull'impresa acquirente.

IN BREVE:

- La natura del deal determina **migliori risultati** per la categoria Focus, ma si concentrano in **meno imprese** rispetto alla categoria Diversificazione.
- Le due tipologie di deal hanno creazione di Shareholders' Value molto simile sia come valori medi, sia come numero di imprese che migliorano: su questa variabile **non c'è significatività**.
- I valori medi di PFN/EBITDA segnalano **stabilità finanziaria** in entrambe le categorie, ma rispetto ai Peers la maggioranza di imprese che esegue deal Focus peggiora; le imprese dei deal Diversificazione (grandi holding) hanno migliori risultati rispetto ai propri Peers.

5.3. Financial Distress Bidder Pre-Merger

In questa sezione si valuta l'operato delle imprese in base all'esposizione finanziaria dell'impresa acquirente, testando l'ipotesi formulata da Nejadmalayeri e Rosenblum²⁵, che trovano un "Bright side" nel Distress Finanziario: le imprese che, in condizioni di Distress Finanziario, intraprendono operazioni di M&A, sono maggiormente incentivate a condurre deal che portano benefit per l'impresa e vengono dissuasi dall'effettuare deal che incrementano i benefit privati per il management.

Abbiamo identificato due categorie di Bidder: le imprese in stato di Distress Finanziario (caratterizzate dal termine Distress, abbreviato con la lettera D) e quelle non in stato di Distress Finanziario (Non Distress-ND). La prima categoria di imprese è contraddistinta da una posizione di Distress Finanziario riconoscibile in almeno 1 dei 3 anni precedenti all'M&A, ovvero EBITDA negativo o indice PFN/EBITDA superiore a 3x, che predice l'incapacità dell'impresa di ripagare le passività verso Banche o altri con il solo autofinanziamento e una gestione operativa insoddisfacente. Una annata negativa nella finestra antecedente al closing può segnalare un pericoloso precedente in vista delle passività finanziarie verso cui dovrà esporsi l'impresa Bidder per completare l'acquisizione della Target.

I parametri di valutazione rimangono, dal Capitolo precedente, EBITDA Margin, variazione percentuale di Patrimonio Netto e PFN/EBITDA e, con analisi dei valori medi, delle imprese che migliorano le proprie performance durante il post-merger e confrontate al Gruppo dei Peers. Poiché alcune delle operazioni oggetto di studio prevedono la cessazione dell'attività della Target durante l'orizzonte temporale, si prenderanno in considerazione le prestazioni combinate di Bidder e Target. Pagg.65-66 presentano la classificazione delle imprese secondo la propria posizione di Distress nel pre-Merger: sono state trovate 32 operazioni con Bidder in Distress e 34 deal Non Distress. Anche in questo caso, la dimensione delle due classi ci consente di dare significatività statistica alle nostre misure.

²⁵ Nejadmalayeri, A., & Rosenblum, A. (2022), Distressed acquirers and the bright side of financial distress, *International Review of Financial Analysis*, 102303.

Distress:

1. Sirti S.p.A. -> Foi & Vitali Elettrodotti Spa (Anni Distress: 2013, 2014, 2015)
2. Italcementi SpA -> Cementir Italia SpA (Anno Distress: 2015)
3. Arnoldo Mondadori Editore SpA -> Rizzoli Libri S.p.A. (Anni Distress: 2013, 2014)
4. Cartiera dell'Adda S.r.l. -> Industria Cartaria Pieretti SpA (Anno Distress: 2015)
5. IREN S.p.A. -> TRM S.p.a. (Anni Distress: 2013, 2014)
6. Vianini SpA -> Domus Italia SpA (Anni Distress: 2013, 2014)
7. Inalca S.p.A. -> Unipeg Società Cooperativa Agricola (Anno Distress: 2013)
8. Rimorchiatori Riuniti S.p.A. -> Rimorchiatori Augusta S.p.A. (Anno Distress: 2014)
9. Recipharm Italia S.p.A. -> Mitim S.r.l. (Anni Distress: 2013, 2014, 2015)
10. Sabelli S.p.A. -> Trevisanalat s.p.a. (Anno Distress: 2013)
11. Cigierre Compagnia Ristorazione Spa -> Temakinho Italia SRL (Anni Distress: 2016, 2017)
12. Cigierre Compagnia Ristorazione Spa -> America Graffiti Franchising S.r.l. (Anno Distress: 2016)
13. Mittel Private Equity SpA -> Industria Metallurgica Carmagnolese Srl (Anni Distress: 2014, 2015, 2016)
14. Gennaro Auricchio S.p.A. -> Cascine Emilia SpA (Anni Distress: 2014, 2015, 2016)
15. Italgas S.p.A. -> Medea S.p.A. (Anno Distress: 2016)
16. Mittel Private Equity SpA -> Ceramica Cielo S.p.A. (Anni Distress: 2014, 2015, 2016)
17. Coeclerici S.p.A. -> IMS Deltamatic S.p.A. (Anni Distress: 2013, 2014, 2015)
18. Pastificio Di Martino Gaetano & F.Lli SpA -> Grandi Pastai Italiani S.p.A. (Anni Distress: 2013, 2014, 2015)
19. Open Fiber S.p.A. -> Metroweb Italia S.p.A. (Anno Distress: 2016)
20. SNAITECH S.p.a. -> Cogetech S.p.A. (Anno Distress: 2012)
21. Centrale del Latte d'Italia S.p.A. -> Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A. (Anni Distress: 2013, 2014, 2015)
22. Dedalus Holding S.p.A. -> NoemaLife SpA (Anni Distress: 2013, 2014, 2015)
23. Intek Group S.p.A. -> ErgyCapital S.p.A. (Anni Distress: 2015, 2016)
24. Italgas S.p.A. -> Enerco Distribuzione S.p.A. (Anno Distress: 2016)
25. Arnoldo Mondadori Editore SpA -> Banzai Media Holding S.r.l. (Anni Distress: 2013, 2014)
26. Triboo S.p.A. -> Grother S.r.l. (Anni Distress: 2014, 2015)
27. Tamini Trasformatori S.r.l. -> TES Transformer Electro Service srl (Anno Distress: 2014)
28. Italgas S.p.A. -> Ichnusa Gas S.p.A. (Anno Distress: 2016)
29. Gruppo Zaffiro Srl -> Villa Gisella srl (Anno Distress: 2015, 2016, 2017)
30. JAKALA S.p.A.: -> Value Lab S.p.A. (Anno Distress: 2014)
31. Cellnex Italia s.r.l. -> CommsCon Italia s.r.l. (Anno Distress: 2015)
32. Megadyne S.p.A. -> Sampla Belting Srl (Anno Distress: 2014)

No Distress:

1. Cairo Communications SpA -> RCS Media Group SpA
2. Terna SpA -> Società Elettrica Ferroviaria S.r.l.
3. Autostrade per l'Italia S.p.A. -> Società Autostrada Tirrenica S.p.a.
4. Recordati SpA -> Italchimici SpA
5. Edison S.p.A. -> Zephyro S.p.A.
6. Gruppo Sodalis Srl -> Deborah Group S.r.l.
7. R.T.I. S.p.A. -> Monradio S.r.l.
8. I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A. -> Tissue Machinery Company
9. Tinexta S.p.A. -> Co.Mark S.p.A.
10. Indel B S.p.A. -> Autoclima S.p.A.
11. Tinexta S.p.A -> Warrant Hub SpA
12. Carel Industries SpA -> Recuperator S.p.A.
13. HERAmbiente S.p.A -> Waste Recycling S.p.A.
14. Emak S.p.A. -> Lavorwash S.p.A.
15. Voilap Holding Srl -> Imecon Engineering S.r.l.
16. Ascopiave SpA -> Pasubio Group S.p.A.
17. Interpump Group S.p.A. -> Tubiflex S.p.A.
18. Gruppo Società Gas Rimini Spa -> Astea Energia SPA
19. Snam SpA -> TEP Energy Solution S.r.l.
20. Tinexta S.p.A. -> Visura SpA
21. I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A. -> Eurosicma S.p.A.
22. Itinera S.p.A. -> SEA Segnaletica Stradale S.p.A.
23. Gamenet S.p.A -> GoldBet S.r.l.
24. Edison S.p.A. -> Gas Natural Vendita Italia S.p.A.
25. A2A SpA -> Linea Group Holding SpA
26. Buzzi Unicem SpA -> Cementi Zillo S.p.A.
27. Alpitour S.p.A. -> Eden travel group Srl
28. IREN S.p.A. -> ACAM S.p.A.
29. Marche Multiservizi S.p.A. -> Megas. Net S.p.a.
30. Baule Volante s.p.a. -> IL Fior Di Loto S.r.l.
31. Marr S.p.A. -> DE.AL s.r.l.
32. A2A SpA -> TS Energy Italy S.p.A.
33. ESTRA S.P.A. -> COOPGAS S.r.l.
34. Nutrilinea S.r.l. -> Pharcoterm Srl

EBITDA Margin (%):

Tabella 41: media -EBITDA Margin (%) delle operazioni avvenute tra imprese Bidder in financial distress (Distress -D) e imprese Bidder non in financial distress (No Distress - ND)

Anni relativi al deal (D)	EBITDA (migliaia €; media)	Ricavi (migliaia €; media)	EBITDA (%)
-3	46.964,02	597.416,17	7,86%
-2	52.923,55	456.319,30	11,60%
-1	101.310,15	487.349,07	20,79%
0	141.912,46	576.037,40	24,64%
+1	144.010,28	602.367,06	23,91%
+2	156.481,89	618.108,65	25,32%
+3	155.634,29	626.730,58	24,83%

Anni relativi al deal (ND)	EBITDA (migliaia €; media)	Ricavi (migliaia €; media)	EBITDA (%)
-3	443.351,19	1.964.811,87	22,56%
-2	388.417,72	1.794.718,46	21,64%
-1	389.798,48	1.838.542,92	21,20%
0	417.237,89	1.846.738,87	22,59%
+1	399.279,13	1.831.541,65	21,80%
+2	433.179,26	1.772.230,72	24,44%
+3	421.583,68	2.052.319,53	20,54%

Figura 36: Andamento nell'orizzonte [-3;+3] dell'EBITDA Margin per deal Distress e deal No Distress

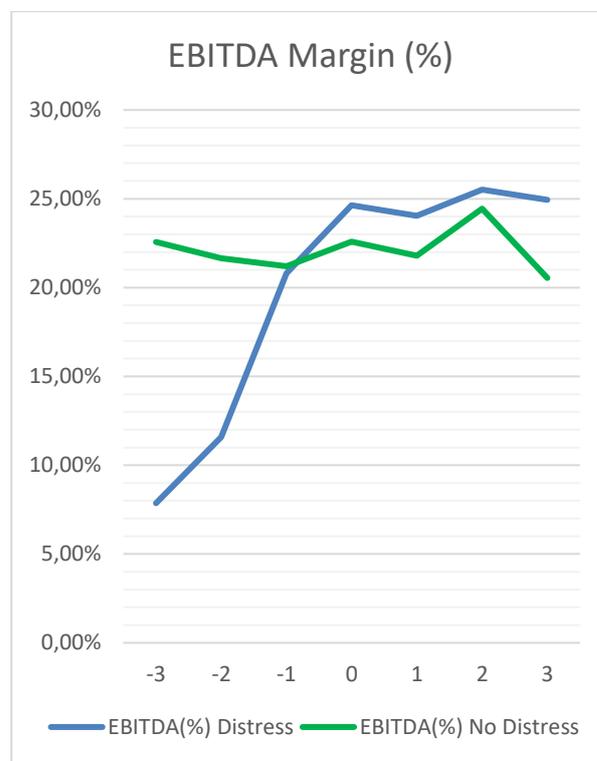


Tabella 42: Numero imprese che hanno visto aumentare, ridurre o rimanere stabile il proprio EBITDA Margin nei tre anni successivi all'M&A; operazioni avvenute tra imprese con Bidder in financial distress (Distress - D) e non in financial distress (No Distress - ND)

Anni relativi al deal (D)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	15	5	11
+2	15	3	13
+3	14	3	14

Anni relativi al deal (ND)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	8	11	14
+2	15	6	13
+3	15	4	14

Tabella 43: Numero di Imprese Bidder e Target combinate in M&A con EBITDA Margin sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]; operazioni avvenute tra imprese con Bidder in financial distress (Distress - D) e non in financial distress (No Distress - ND)

Anni relativi al deal (D)	Imprese sopra la media	Imprese nella media	Imprese sotto la media
-3	11	3	11
-2	12	5	10
-1	16	3	13
0	14	4	13
+1	17	4	10
+2	18	3	11
+3	17	2	13

Anni relativi al deal (ND)	Imprese sopra la media	Imprese nella media	Imprese sotto la media
-3	20	4	8
-2	24	1	9
-1	26	1	6
0	26	3	5
+1	22	4	7
+2	24	3	7
+3	26	2	5

Le imprese Bidder in condizioni di Financial Distress pagano una scarsa redditività operativa, con EBITDA poco impattante in $t=-3$ e $t=-2$. L'anno precedente e quello in cui avviene il closing presentano EBITDA in netta crescita, anche per merito dell'espansione del Fatturato: l'EBITDA Margin si segnala stabile negli anni post-M&A, con massimo di 25,51% in $t=+2$.

Più della metà delle imprese creano o conservano valore rispetto alle condizioni di partenza, ma questo numero decresce lievemente negli anni, mentre rispetto al Gruppo dei Peers si riscontra un maggior numero di imprese con performance migliori del benchmark.

Il confronto con le imprese coinvolte in deal No Distress mostra due scenari differenti, perché queste ultime non hanno sensibili variazioni di EBITDA% e hanno prestazioni peggiori dei deal Distress a partire dall'ultimo anno antecedente al closing. La crescita del Fatturato dell'ultimo anno di studio provoca una riduzione della redditività operativa e segnala il punto minimo nella finestra temporale analizzata: i valori medi segnalano quindi che le imprese Bidder non indebitate che intraprendono una operazione di M&A non ottengono benefici sostanziali. Circa la metà delle imprese si mantiene in pari o al di sopra dei rendimenti dell'anno $t=0$ e questo numero si assesta su quell'intorno nei tre anni, fatta eccezione per un parziale miglioramento durante il secondo anno. Inoltre, la quantità di imprese in linea con il proprio passato diminuisce negli anni, evidenziando che le operazioni non sortiscono effetti immediati. Ciononostante, circa l'85% di esse ottiene un rendimento almeno pari alla media del Gruppo dei Peers nell'anno del completamento della transazione (29 su 34); questa quota subisce leggere riduzioni negli anni ma il tasso di successo rimane ampiamente sopra il 75%. Il calo di redditività del terzo anno, che porta a un differenziale negativo di EBITDA Margin di 3,9% circa tra $t=+2$ e $t=+3$, potrebbe essere imputabile a shock esogeni di alcuni settori caratteristici delle imprese dei deal No Distress che sono riusciti a mantenersi sopra la media di mercato.

L'M&A risulta essere un'operazione che consente una migliore difesa rispetto ai competitor di fronte a eventuali crisi di mercato e anche rispetto all'alternativa di *second best* (mantenere l'assetto antecedente al deal). In termini di redditività operativa dell'impresa, l'effetto disciplinante nelle imprese financial distressed ipotizzato da Nejadmalayeri e Rosenblum non sembra verificarsi sulla nostra base dati, poiché i miglioramenti operativi e finanziari iniziano a manifestarsi ben prima del completamento dell'operazione e successivamente avviene un parziale consolidamento.

Δ Patrimonio Netto %:

Tabella 44: Variazione percentuale di Patrimonio Netto delle operazioni avvenute con Bidder in financial distress (Distress - D) e non in financial distress (No Distress - ND)

Anni relativi al deal (D)	PN _i - PN ₀ (migliaia €; media)	PN ₀ (migliaia €; media)	(PN _i - PN ₀)/PN ₀
+1	39.045,39	449.225,45	8,69%
+2	62.882,68	449.225,45	14,00%
+3	95.183,93	449.225,45	21,19%

Anni relativi al deal (ND)	PN _i - PN ₀ (migliaia €; media)	PN ₀ (migliaia €; media)	(PN _i - PN ₀)/PN ₀
+1	53.780,74	1.292.840,44	4,14%
+2	102.214,60	1.292.840,44	7,89%
+3	280.350,66	1.292.840,44	21,66%

Figura 37: Variazione Percentuale del Patrimonio Netto per deal con Bidder in financial distress (Distress - D) e non in financial distress (No Distress - ND) nei 3 anni post-M&A.

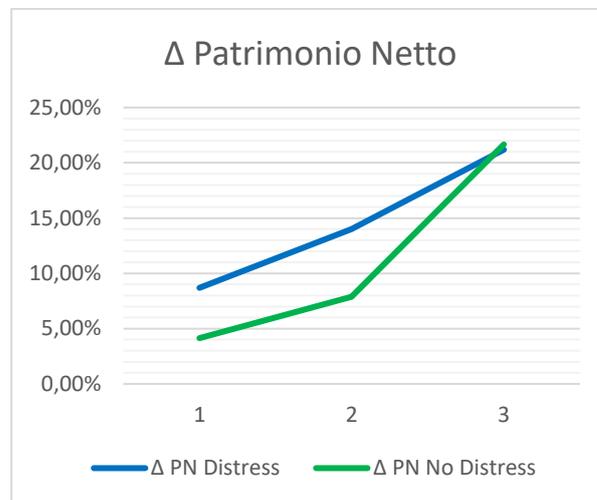


Tabella 45: Numero imprese che hanno visto aumentare, ridurre o rimanere stabile il proprio Patrimonio Netto nei tre anni successivi all'M&A; operazioni avvenute tra imprese con Bidder in financial distress (Distress - D) e non in financial Distress (No Distress - ND)

Anni relativi al deal (D)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	23	0	9
+2	18	0	14
+3	21	0	11

Anni relativi al deal (ND)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	26	0	7
+2	26	0	8
+3	26	0	7

I deal a Bidder distressed sono caratterizzati da volumi medi di Patrimonio Netto più limitati rispetto quelli No Distress e la crescita di Patrimonio Netto è nettamente superiore durante il primo e il secondo anno, mentre in t=+3 le due categorie di M&A sostengono una crescita di Patrimonio Netto analoga (+21%).

Al fine di testare la robustezza dei dati e limitare l'impatto di possibili outlier che potrebbero inficiare sulla validità dei dati, abbiamo testato i valori medi eliminando le prime due coppie Bidder+Target a maggior Patrimonio Netto per le Distress, le coppie Italcementi SpA+Cementir Italia SpA e IREN S.p.A.+TRM S.p.a., e le prime tre per le Non Distress, rispettivamente le coppie di acquisizioni Edison S.p.A.+Zephyro S.p.A. e Snam SpA+TEP Energy Solution S.r.l. e la fusione di Gas Natural Vendita Italia S.p.A. all'interno di Edison S.p.A.. Questa ulteriore scrematura ci consente di eliminare dati eccessivamente impattanti sulle medie, continuando a garantire la conservazione della dimensione del campione pari ad almeno 30. Come evidenziato dal grafico in Figura 40, nonostante la differente classe dimensionale dei valori medi di Patrimonio Netto tra le due categorie, la struttura

della Bidder nel pre-M&A non sembra influire sui rendimenti dell'Equity, che sono crescenti e positivi nei tre anni.

Figura 38: Variazione Percentuale del Patrimonio Netto deal Distress (D) nei 3 anni post-M&A; con e senza le tre coppie Bidder+Target a più alto valore di Patrimonio Netto.

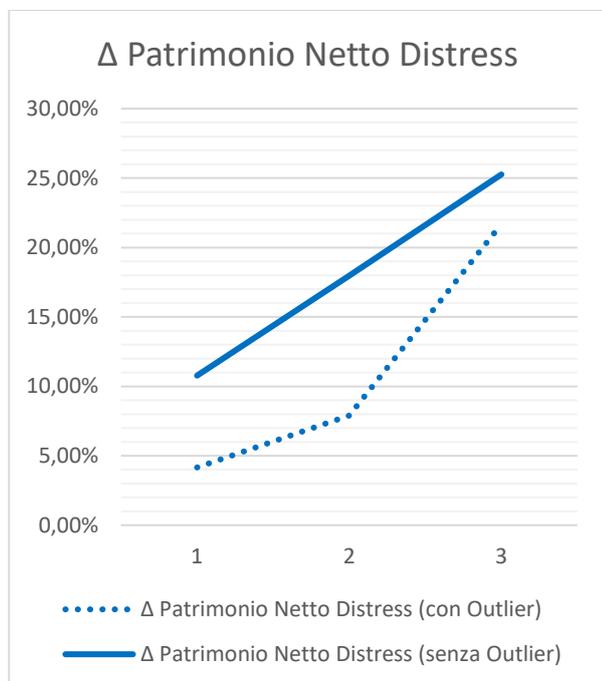


Figura 39: Variazione Percentuale del Patrimonio Netto deal No Distress (ND) nei 3 anni post-M&A; con e senza le tre coppie Bidder+Target a più alto valore di Patrimonio Netto.

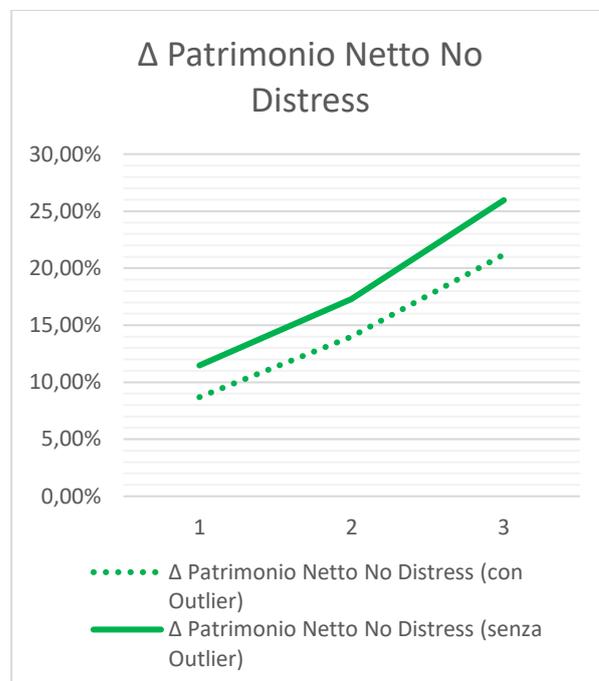
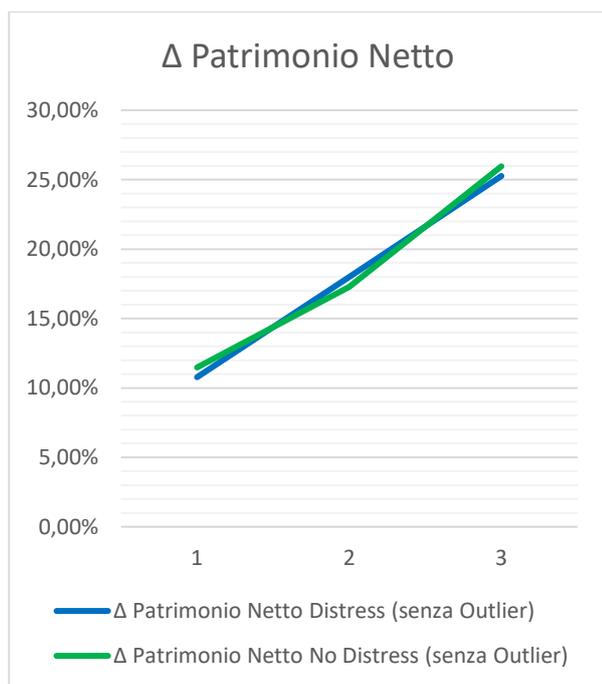


Figura 40: Variazione Percentuale del Patrimonio Netto deal Distress (D) e No Distress (ND) nei 3 anni post-M&A; sono state escluse le tre coppie Bidder+Target a più alto valore di Patrimonio Netto.



Come evidenziato dal grafico in Figura 40, la differenza dimensionale dei valori medi di Patrimonio Netto tra le due categorie non sembra influire sui rendimenti dell'Equity, che sono crescenti e positivi nei tre anni.

La quantità di imprese che migliora rispetto all'anno del closing è però differente nei due casi, con i deal Distress che presentano notevoli variazioni negli anni mentre i deal con Bidder non distressed presentano una quantità costante negli anni e più alta. Di conseguenza, possiamo ritenere che le operazioni effettuate quando la Bidder è esposta finanziariamente presentino una maggiore volatilità e minore probabilità di successo rispetto a quelle operate in regime di financial distress.

I valori medi dell'incremento di Patrimonio Netto, se scontati degli outlier, sono simili nelle due differenti condizioni, perciò possiamo ritenere che la singola operazione di M&A Distress che ha successo porta con sé un maggiore incremento di valore dell'Equity rispetto alla controparte: la condizione di partenza meno vantaggiosa nei deal Distress determina un maggior rischio dell'operazione a causa del *debt overhang*, ma anche un maggior premio al rischio in caso di successo.

PFN/EBITDA

Tabella 46: Media PFN/EBITDA delle operazioni avvenute tra imprese con Bidder in financial distress (Distress – D) e non in financial distress (No Distress – ND)

Anni relativi al deal (D)	PFN (migliaia €; media)	EBITDA (migliaia €; media)	PFN/EBITDA
-3	250.060,68	48.057,63	5,20x
-2	389.869,72	31.240,15	12,48x
-1	303.733,88	101.310,15	3,00x
0	210.488,79	141.912,46	1,48x
+1	152.014,70	144.010,28	1,06x
+2	209.053,86	156.481,89	1,34x
+3	228.238,17	155.634,29	1,47x

Anni relativi al deal (ND)	PFN (migliaia €; media)	EBITDA (migliaia €; media)	PFN/EBITDA
-3	316.080,23	443.351,19	0,71x
-2	297.733,09	388.417,72	0,77x
-1	328.707,86	389.798,48	0,84x
0	330.792,07	417.237,89	0,79x
+1	320.361,16	399.279,13	0,80x
+2	377.073,24	433.179,26	0,87x
+3	465.435,72	421.583,68	1,10x

Figura 41: Andamento nell'orizzonte [-3;+3] dell'indice PFN/EBITDA per deal con Bidder in financial distress (Distress – D) e non in financial distress (No Distress -ND).

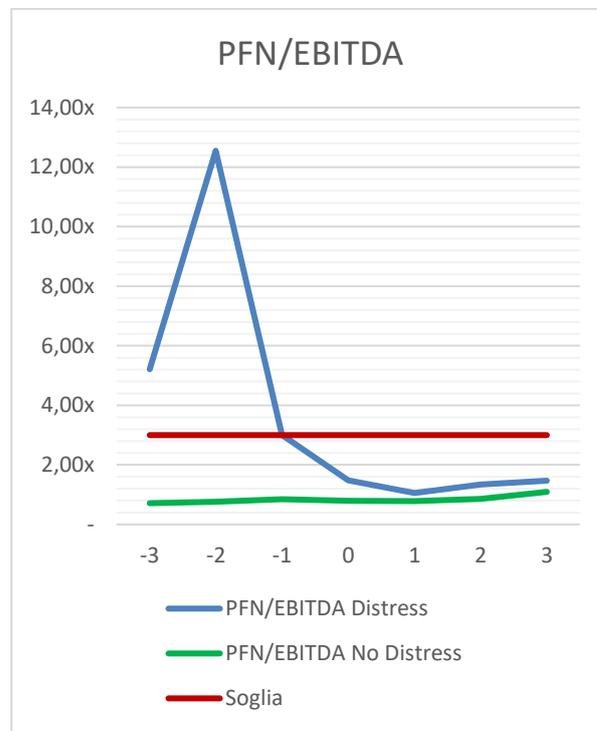


Tabella 47: Numero imprese che hanno visto aumentare, ridurre o rimanere stabile il proprio indice PFN/EBITDA nei tre anni successivi all'M&A; operazioni avvenute tra imprese con Bidder in financial distress (Distress – D) e non in financial distress (No Distress – ND)

Anni relativi al deal (D)	Imprese a PFN/EBITDA ridotto da t=0	Imprese a PFN/EBITDA inalterato da t=0	Imprese a PFN/EBITDA aumentato da t=0
+1	21	0	11
+2	18	0	14
+3	19	0	13

Anni relativi al deal (ND)	Imprese a PFN/EBITDA ridotto da t=0	Imprese a PFN/EBITDA inalterato da t=0	Imprese a PFN/EBITDA aumentato da t=0
+1	14	0	19
+2	15	0	19
+3	17	0	16

Tabella 48: Numero di Imprese Bidder e Target combinate in M&A con indice PFN/EBITDA sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]; operazioni avvenute tra imprese con Bidder in financial distress (Distress – D) e non in financial distress (No Distress – ND)

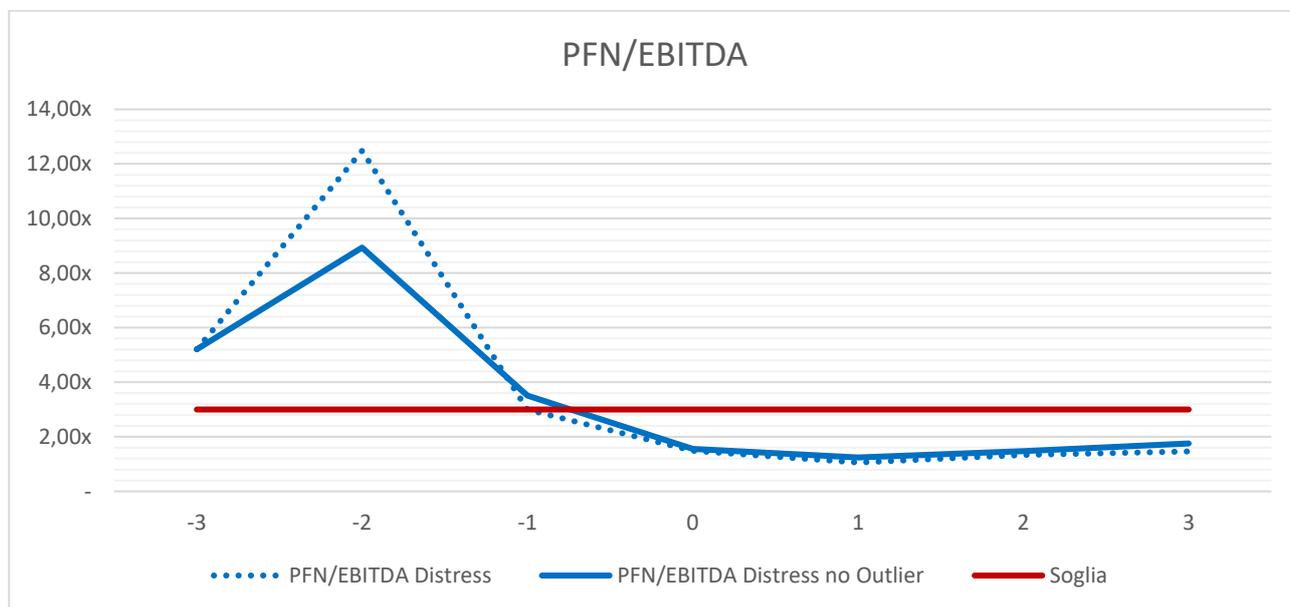
Anni relativi al deal (D)	Imprese sotto la media	Imprese nella media	Imprese sopra la media
-3	6	0	17
-2	9	0	15
-1	11	0	21
0	10	0	22
+1	11	0	21
+2	12	0	20
+3	10	0	22

Anni relativi al deal (ND)	Imprese sotto la media	Imprese nella media	Imprese sopra la media
-3	13	0	18
-2	19	0	15
-1	20	0	13
0	19	0	15
+1	12	0	21
+2	17	0	17
+3	18	0	15

Le operazioni con Bidder *financially distressed* ottengono prestazioni negative fuori scala nel periodo precedente all'M&A, con Posizioni Finanziarie Nette nell'ordine delle centinaia di milioni di euro e valori di EBITDA insufficienti a coprire le passività: l'indice PFN/EBITDA nei tre anni precedenti al completamento del deal è superiore o uguale alla soglia di allerta di 3x. In particolare, l'anno $t=-2$ è caratterizzato da un indice di esposizione alle passività pari a 12,48x.

Questo valore è dipeso principalmente dall'impresa Italgas S.p.A., fondata nel 2016 e impegnata due anni dopo nell'acquisizione di Medea S.p.A.: durante il suo primo anno di operatività ottiene valori pesantemente negativi, con Posizione Finanziaria Netta pari a 3.618 milioni di euro ed EBITDA di 105 milioni di euro: l'indice PFN/EBITDA è quindi pari a 34,46x e incide in maniera netta sull'incremento dei valori medi. Inoltre, la limitata dimensione del campione nella finestra temporale [-3;-2] comporta numerosi limiti alla valutazione degli indici medi, poiché nel caso di sei coppie Bidder+Target non sono presenti dati su AIDA fino all'ultimo anno antecedente il closing, e altre due coppie non presentano dati disponibili sulla Posizione Finanziaria Netta, restringendo il campione di $t=-2$ a 24 unità. L'esclusione della coppia Italgas S.p.A.+Medea S.p.A. comporta una riduzione dell'indice durante $t=-2$, che rimane però nettamente oltre la soglia di allerta.

Figura 42: Andamento nell'orizzonte [-3;+3] dell'indice PFN/EBITDA per deal con Bidder in Financial Distress (Distress – D), con e senza l'Outlier costituito dalla coppia Italgas S.p.A.+Medea S.p.A..



La crescita di EBITDA, iniziata dall'anno che precede il closing consente a partire da $t=0$ la normalizzazione dell'indice PFN/EBITDA, che scende al di sotto del valore critico. La stabilizzazione dell'EBITDA durante il post-M&A e una ulteriore espansione debitoria che causa incremento nella Posizione Finanziaria Netta negli anni $t=+2$ e $t=+3$ porta questo indice a risalire e, sebbene raggiunga valori ampiamente gestibili, deve far prestare attenzione alle imprese. La tendenza viene confermata anche dalla quantità di imprese che riducono il proprio PFN/EBITDA, oltre la metà

ma decrescente negli anni mentre il confronto con il Gruppo dei Peers segnala che circa un terzo delle imprese ha esposizione al distress migliore delle imprese appartenenti allo stesso settore, e rimane un numero tutto sommato stabile. Molte imprese, dopo la preoccupante esposizione in $t=-3$ e $t=-2$ avevano trovato una condizione favorevole rispetto alla media nell'ultimo anno prima del completamento dell'acquisizione; la necessità di finanziare il deal li ha portati ad accumulare debito ulteriore, portando molte imprese ad avere valori finanziari peggiori della media. La riduzione della Posizione Finanziaria Netta avvenuta in $[-1;0]$ fa pensare a un miglioramento *industry-related* che ha agevolato l'accesso a nuovo debito per il finanziamento del deal.

Di contro, i deal classificati come No Distress sono caratterizzati da una forte stabilità finanziaria che viene conservata durante il post-merger: le imprese continuano a coprire le nuove passività contratte attraverso fonti interne, e l'indice PFN/EBITDA si mantiene saldamente sotto il limite di 3x, sebbene avvenga un leggero incremento durante il terzo anno successivo al closing. Le imprese si suddividono in quasi perfetta parità tra chi migliora le proprie performance e chi subisce un aumento nel rapporto PFN/EBITDA, ma si tratta di numeri ampiamente gestibili; il confronto con il Gruppo dei Peers non evidenzia trend lineari, anche se avviene un calo drastico tra $t=0$ e $t=+1$ (da 19 a 12 su 33) che si spiega facilmente nell'espansione di debito per portare a compimento l'M&A. Già a partire dall'anno successivo il numero di imprese con PFN/EBITDA sotto la media di settore si normalizza ritornando ai livelli pre-closing.

L'M&A è una operazione che può portare diversi vantaggi di Redditività operativa e miglioramenti Patrimoniali, ma il trade-off è un aumento dell'esposizione alle passività: fino a quando l'impresa riesce a generare consistenti flussi di cassa, si tratta di una operazione vantaggiosa per chi la intraprende.

IN BREVE:

- Quando le Bidder sono in condizioni di Financial Distress nel pre-M&A si ottengono valori di EBITDA% **migliori** delle Non Distressed, ma un **minor numero di imprese** Distressed fa meglio del Gruppo dei Peers.
- La creazione di Shareholders' Value è **simile** tra le due categorie, ma nel caso delle Bidder distressed si concentra in **meno imprese** che incrementano il proprio Patrimonio Netto.
- Le coppie Bidder+Target con Bidder Distressed **normalizzano** i valori di PFN/EBITDA che erano fuori soglia nel pre-M&A, ma la maggioranza ha **risultati peggiori** dei valori medi del mercato.

5.4. Financial Distress Target Pre-Merger

Questa sezione comprende una analisi delle performance delle imprese impegnate in operazioni di M&A utilizzando l'eventuale condizione di Financial Distress dell'impresa acquisita come discriminante: si sono infatti suddivise le operazioni in due classi, rispettivamente Target Distress (TD) e Target Non Distress (TND).

La letteratura pregressa ha analizzato questa tipologia di deal, con affermazioni e ipotesi interessanti da testare: ad esempio, Kent Clark ed Eli Ofek in "Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation", da cui emerge che le imprese che intraprendono acquisizioni di Target distressed non ottengono benefici sostanziali, ma soprattutto che "*mergers are a matter of luck*"²⁶, ovvero dipendono principalmente dai trend del settore e dalla fortuna di effettuare una M&A quando stanno per arrivare contingenze positive legate al contesto operativo di riferimento.

Il criterio di determinazione dell'eventuale Distress finanziario in un dato anno rimane quello utilizzato nel capitolo 5.3, ovvero EBITDA negativo o rapporto PFN/EBITDA maggiore di 3x, ma le imprese Target vengono considerate Distressed se rispettano la condizione precedente durante l'ultimo o il penultimo anno antecedente al closing: un'impresa Target potrebbe essere oggetto di trattativa anche in funzione delle proprie esposizioni debitorie e se sta attraversando un periodo di Distress finanziario avrà potere limitato nella trattativa di acquisizione; un'impresa che ha attraversato una fase di distress in $t=-3$ ma ha migliorato la sua posizione negli anni successivi può ritenersi *in salute* e con maggior potere decisionale durante la trattativa.

I parametri di valutazione rimangono, dal Capitolo precedente, EBITDA Margin, variazione percentuale di Patrimonio Netto e PFN/EBITDA e, con analisi dei valori medi, delle imprese che migliorano le proprie performance durante il post-merger e confrontate al Gruppo dei Peers. Poiché alcune delle operazioni oggetto di studio prevedono la cessazione dell'attività della Target durante l'orizzonte temporale, si prenderanno in considerazione le prestazioni combinate di Bidder e Target. La classificazione ha suddiviso il nostro campione in 31 operazioni Target Distress, mentre la categoria Target Non Distress è costituita da 35 elementi, consentendo significatività statistica ai valori medi che verranno calcolati.

²⁶ Clark, K., & Ofek, E. (1994), Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 541.

Deal Target Distress (TD):

1. Cairo Communications SpA -> RCS Media Group SpA (Anni Distress: 2014, 2015)
2. Terna SpA -> Società Elettrica Ferroviaria S.r.l. (Anno Distress: 2013)
3. Sirti S.p.A. -> Foi & Vitali Elettrodotti Spa (Anno Distress: 2014)
4. Italcementi SpA -> Cementir Italia SpA (Anni Distress: 2016, 2017)
5. Cartiera dell'Adda S.r.l. -> Industria Cartaria Pieretti SpA (Anni Distress: 2016, 2017)
6. IREN S.p.A. -> TRM S.p.a. (Anni Distress: 2014, 2015)
7. Gruppo Sodalis Srl -> Deborah Group S.r.l. (Anni Distress: 2016, 2017)
8. Inalca S.p.A. -> Unipeg Società Cooperativa Agricola (Anni Distress: 2014, 2015)
9. R.T.I. S.p.A. -> Monradio S.r.l. (Anni Distress: 2013, 2014)
10. I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.->Tissue Machinery Company (Anni Distress: 2016, 2017)
11. Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa->America Graffiti Franchising S.r.l. (Anno Distress: 2015)
12. Voilap Holding Srl -> Imecon Engineering S.r.l. (Anno Distress: 2016)
13. Gennaro Auricchio S.p.A.->Cascine Emiliane SpA (Anno Distress: 2015, 2016)
14. Coeclerici S.p.A. -> IMS Deltamatic S.p.A. (Anno Distress: 2014)
15. Pastificio Di Martino Gaetano & F.Lli SpA -> Grandi Pastai Italiani S.p.A. (Anni Distress: 2015, 2016)
16. Edison S.p.A. -> Gas Natural Vendita Italia S.p.A. (Anno Distress: 2017)
17. A2A SpA -> Linea Group Holding SpA (Anni Distress: 2014, 2015)
18. SNAITECH S.p.a.->Cogetech S.p.A. (Anno Distress: 2013)
19. Centrale del Latte d'Italia S.p.A.->Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A. (Anno Distress: 2014, 2015)
20. Buzzi Unicem SpA->Cementi Zillo S.p.A. (Anni Distress: 2015, 2016)
21. Intek Group S.p.A.->ErgyCapital S.p.A. (Anni Distress: 2015, 2016)
22. IREN S.p.A.->ACAM S.p.A. (Anni Distress: 2016, 2017)
23. Baule Volante s.p.a.->IL Fior Di Loto S.r.l. (Anni Distress: 2015, 2016)
24. Marr S.p.A.->DE.AL s.r.l. (Anno Distress: 2014)
25. Arnoldo Mondadori Editore SpA->Banzai Media Holding S.r.l. (Anni Distress: 2014, 2015)
26. A2A SpA->TS Energy Italy S.p.A. (Anni Distress: 2016, 2017)
27. Tamini Trasformatori S.r.l.->TES Transformer Electro Service srl (Anno Distress: 2013)
28. Italgas S.p.A.->Ichnusa Gas S.p.A. (Anni Distress: 2016, 2017)
29. Gruppo Zaffiro Srl->Villa Gisella srl (Anni Distress: 2016, 2017)
30. ESTRA S.P.A->COOPGAS S.r.l. (Anni Distress: 2014, 2015)
31. Megadyne S.p.A.->Sampla Belting Srl (Anni Distress: 2013, 2014)

Deal Target No Distress (TND):

1. Autostrade per l'Italia S.p.A->Aocietà Autostrada Tirrenica S.p.a.
2. Recordati SpA->Italchimici SpA
3. Arnoldo Mondadori Editore SpA->Rizzoli Libri S.p.A.
4. Edison S.p.A.->Zephyro S.p.A.
5. Vianini SpA->Domus Italia SpA
6. Rimorchiatori Riuniti S.p.A.->Rimorchiatori Augusta S.p.A.
7. Recipharm Italia S.p.A->Mitim S.r.l.
8. Sabelli S.p.A.->Trevisanalat s.p.a.
9. Cigierre Compagnia Generale Ristorazione SpA->Temakinho Italia SRL
10. Tinexta S.p.A.->Co.Mark S.p.A.
11. Indel B S.p.A.->Autoclima S.p.A.
12. Tinexta S.p.A->Warrant Hub SpA
13. Carel Industries SpA->Recuperator S.p.A.
14. Mittel Private Equity SpA->Industria Metallurgica Carmagnolese Srl
15. HERAmbiente S.p.A.->Waste Recycling S.p.A.
16. Emak S.p.A.->Lavorwash S.p.A.
17. Italgas S.p.A.->Medea S.p.A.
18. Ascopiave SpA->Pasubio Group S.p.A.
19. Interpump Group S.p.A.->Tubiflex S.p.A.
20. Gruppo Società Gas Rimini Spa->Astea Energia SPA
21. Snam SpA->TEP Energy Solution S.r.l.
22. Mittel Private Equity SpA->Ceramica Cielo S.p.A.
23. Tinexta S.p.A.->Visura SpA
24. I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.->Eurosicma S.p.A.
25. Itinera S.p.A.->SEA Segnaletica Stradale S.p.A.
26. Open Fiber S.p.A.->Metroweb Italia S.p.A.
27. Gamenet S.p.A.->GoldBet S.r.l.
28. Alpitour S.p.A.->Eden travel group Srl
29. Dedalus Holding S.p.A.->NoemaLife SpA
30. Italgas S.p.A.->Enerco Distribuzione S.p.A.
31. Marche Multiservizi S.p.A.->Megas. Net S.p.a.
32. Triboo S.p.A.->Grother S.r.l.
33. JAKALA S.p.A.->Value Lab S.p.A.
34. Cellnex Italia s.r.l.->CommsCon Italia s.r.l.
35. Nutrilinea S.r.l.->Pharcoterm Srl

EBITDA Margin (%)

Tabella 49: media -EBITDA Margin (%) delle operazioni avvenute tra imprese Target in financial distress (Target Distress -TD) e imprese Bidder non in financial distress (Target No Distress - TND)

Anni relativi al deal (TD)	EBITDA (migliaia €; media)	Ricavi (migliaia €; media)	EBITDA (%)
-3	273.431,64	1.592.836,11	17,17%
-2	275.734,22	1.488.023,22	18,53%
-1	297.560,96	1.578.648,73	18,85%
0	317.875,88	1.596.236,07	19,91%
+1	269.058,14	1.547.649,59	17,38%
+2	337.187,67	1.636.379,52	20,61%
+3	322.861,05	1.724.082,93	18,73%

Anni relativi al deal (TND)	EBITDA (migliaia €; media)	Ricavi (migliaia €; media)	EBITDA (%)
-3	264.502,42	1.075.649,34	24,59%
-2	208.084,63	922.621,02	22,55%
-1	202.378,96	803.793,41	25,18%
0	242.695,95	880.069,51	27,58%
+1	253.460,03	904.054,05	28,04%
+2	307.405,89	974.008,27	31,56%
+3	314.951,52	1.217.866,24	25,86%

Figura 43: Andamento nell'orizzonte [-3;+3] dell'EBITDA Margin per deal Target Distress e deal Target No Distress

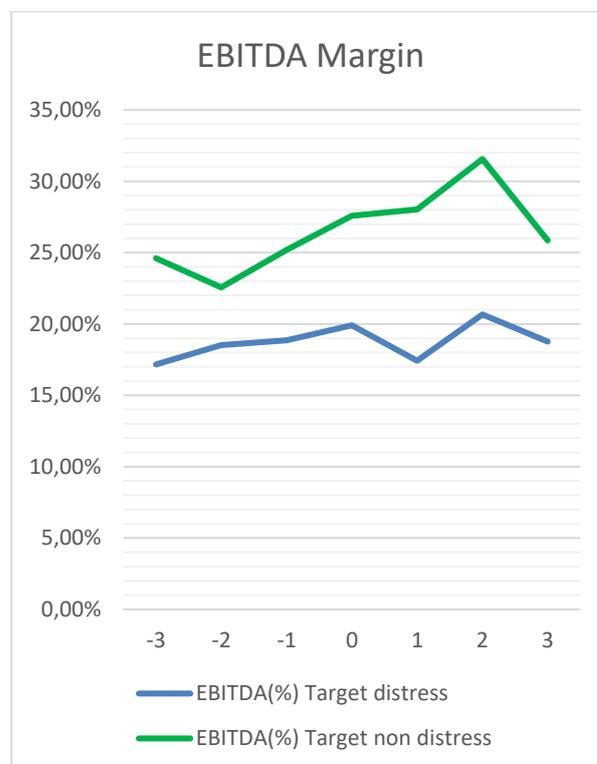


Tabella 50: Numero imprese che hanno visto aumentare, ridurre o rimanere stabile il proprio EBITDA Margin nei tre anni successivi all'M&A; operazioni avvenute tra imprese con Target in financial distress (Target Distress - TD) e non in financial distress (Target No Distress - TND)

Anni relativi al deal (TD)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	5	8	16
+2	10	6	14
+3	11	3	15

Anni relativi al deal (TND)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	18	8	9
+2	20	3	12
+3	18	4	13

Tabella 51: Numero di Imprese Bidder e Target combinate in M&A con EBITDA Margin sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]; operazioni avvenute tra imprese con Target in financial distress (Target Distress - TD) e non in financial distress (Target No Distress - ND)

Anni relativi al deal (TD)	Imprese sopra la media	Imprese nella media	Imprese sotto la media
-3	18	3	9
-2	19	4	8
-1	17	2	12
0	19	2	9
+1	17	4	8
+2	18	3	10
+3	17	3	10

Anni relativi al deal (TND)	Imprese sopra la media	Imprese nella media	Imprese sotto la media
-3	13	4	10
-2	17	2	11
-1	25	2	7
0	21	5	9
+1	22	4	9
+2	24	3	8
+3	26	1	8

Le operazioni di acquisizione di Target Distressed prevedono valori medi di Fatturato delle Bidder+Target nettamente superiori rispetto a quelli delle Target Non Distressed, facendo ipotizzare che le Target più rischiose vengano acquisite dalle Bidder più grandi, spesso associate alle grandi holding che effettuano operazioni di differenziazione e che possono acquistare imprese finanziariamente esposte con un maggior potere di contrattazione facendo leva sulla stabilità finanziaria di un Gruppo societario strutturato. D'altra parte, la differenziazione del Gruppo societario determina una diluizione della redditività operativa, confermata dai dati sull'EBITDA nella finestra [-3;+3]: l'EBITDA dei deal classificati come Target Distress (TD) e dei Target No Distress (TND) è pressoché analogo, quindi i secondi deal hanno valori di EBITDA% overperformanti rispetto ai primi lungo l'intero orizzonte di studio. L'EBITDA Margin dei deal Target Distress non seguono un andamento lineare, ma alternano annate di crescita e di diminuzione, con il massimo locale riscontrato in $t=+2$ a cui segue un sensibile calo l'anno successivo. I deal con Target non distressed seguono una crescita di redditività a partire dal secondo anno antecedente alla conclusione dell'operazione, ma subiscono una drastica riduzione durante l'ultimo anno analizzato, dovuto a una consistente crescita dei Ricavi a cui l'EBITDA non è riuscito a dar seguito.

I dati provenienti dalla valutazione delle imprese migliorate è simile, con la categoria di deal TD che migliorano poco nel primo anno, mentre una certa quantità di imprese che aveva rendimenti simili all'anno di completamento dell'operazione progredisce negli anni andando a migliorarsi rispetto a $t=0$; in ogni caso, comprendendo nella valutazione anche quelle che nei tre anni hanno conservato valore, si può stimare che la probabilità di successo del deal per una acquisizione di una Target esposta finanziariamente sia poco meno del 50%, valore ampiamente superato dai deal con impresa acquisita in condizioni di stabilità finanziaria ma in decrescita negli anni: per questa categoria di M&A l'inerzia operativa del primo anno post-deal si traduce nella maggior parte dei casi in prestazioni insoddisfacenti nel medio periodo.

Il Gruppo dei Peers segnala che per le operazioni Target Distress le imprese Bidder+Target sopra o almeno pari alla media del settore sono circa due terzi del totale ed è un valore tutto sommato stabile: le imprese Target in condizioni finanziarie pericolose vengono acquisite da Bidder solide che hanno rendimenti superiori alla media. Per i deal Target No Distress i numeri rimangono stabili, ma è in controtendenza con il calo di poco meno di sei punti percentuali tra $t=+2$ e $t=+3$ (31,56% vs 25,86%) evidenzia condizioni finanziarie negative del settore di mercato che potrebbero aver spinto più imprese sotto ai rendimenti degli anni passati, ma comunque meglio dei propri competitor: alcune imprese che hanno acquisito Target non esposte finanziariamente non hanno avuto la fortuna di scegliere il *timing* giusto per completare l'acquisizione.

Δ Patrimonio Netto %

Tabella 52: Variazione percentuale di Patrimonio Netto delle operazioni avvenute con Bidder in financial distress (Distress - D) e non in financial distress (No Distress - ND)

Anni relativi al deal (D)	PN _i - PN ₀ (migliaia €; media)	PN ₀ (migliaia €; media)	(PN _i - PN ₀)/PN ₀
+1	34.686,02	1.027.136,98	3,38%
+2	130.429,13	1.027.136,98	12,70%
+3	274.114,60	1.027.136,98	26,69%

Anni relativi al deal (ND)	PN _i - PN ₀ (migliaia €; media)	PN ₀ (migliaia €; media)	(PN _i - PN ₀)/PN ₀
+1	46.666,63	721.431,84	6,47%
+2	36.097,55	721.431,84	5,00%
+3	119.727,05	721.431,84	16,60%

Figura 44: Andamento nell'orizzonte [-3;+3] del Patrimonio Netto per deal Target Distress e deal Target No Distress

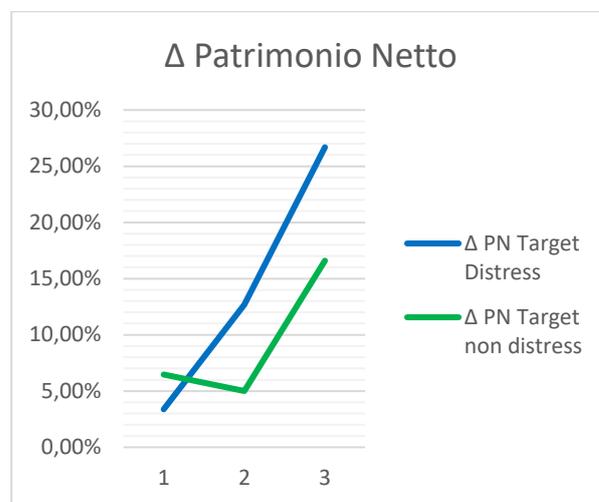


Tabella 53: Numero imprese che hanno visto aumentare, ridurre o rimanere stabile il proprio Patrimonio Netto nei tre anni successivi all'M&A; operazioni avvenute tra imprese con Bidder in financial distress (Distress - D) e non in financial Distress (No Distress - ND)

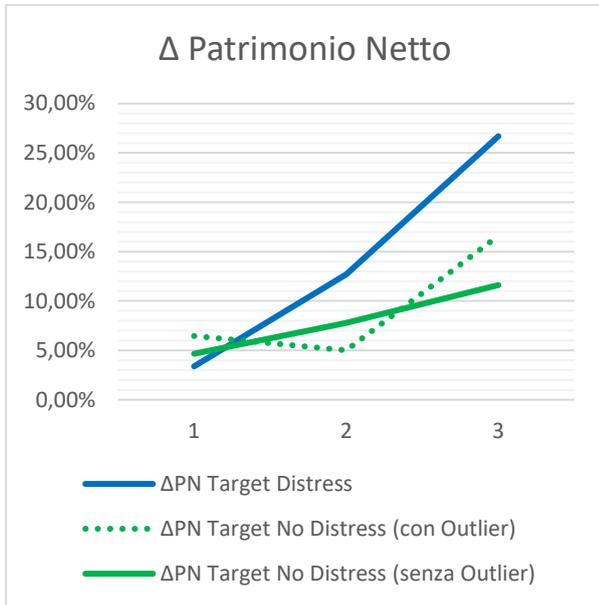
Anni relativi al deal (D)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	20	0	10
+2	21	0	10
+3	25	0	5

Anni relativi al deal (ND)	Imprese migliorate rispetto a t=0	Imprese inalterate rispetto a t=0	Imprese peggiorate rispetto a t=0
+1	29	0	6
+2	23	0	12
+3	22	0	13

I deal Target Distress seguono un trend di crescita Patrimoniale sostenuta, con il Patrimonio Netto che cresce anno dopo anno e un numero di imprese migliorate che passa da due terzi nel primo anno di completamento del deal a circa cinque sestimi durante l'ultimo anno valutato: le imprese Target indebitate, coperte da Bidder più grandi e solide finanziariamente, beneficiano dell'acquisizione anche a livello di Equity, mentre quelle che vengono completamente integrate e fuse nell'*acquirer* vengono ristrutturare a livello interno con migliori risultati.

Le operazioni Target No Distress presentano un calo di crescita Patrimoniale durante t=+2, che passa da 6,47% a 5,00%: questo dato è riflesso anche dalla riduzione notevole di imprese migliorate rispetto all'anno del closing che passano da 29 a 23 su 35. Il rimbalzo di Patrimonio Netto positivo a +16,60% è però difficilmente spiegato dalla quantità di imprese di successo passato da 23 a 22. Si è quindi cercato di valutare la crescita Patrimoniale delle imprese escludendo le 5 coppie Bidder+Target più impattanti a livello di Patrimonio Netto.

Figura 45: Andamento nell'orizzonte [-3;+3] del Patrimonio Netto per deal Target Distress e deal Target No Distress; sono state escluse le 5 coppie Bidder+Target a maggior Patrimonio Netto



L'esclusione degli Outlier consente di determinare un trend di crescita Patrimoniale nei tre anni, che si mantiene più attenuato ridotto rispetto ai deal TD: per gli shareholder, sembra risultare più conveniente investire in una Target finanziariamente esposta, ma alla luce dei risultati precedenti non si ritiene questo finding particolarmente significativo.

PFN/EBITDA:

Tabella 54: Media PFN/EBITDA delle operazioni avvenute tra imprese con Target in financial distress (Target Distress – TD) e non in financial distress (Target No Distress – TND)

Anni relativi al deal (TD)	PFN (migliaia €; media)	EBITDA (migliaia €; media)	PFN/EBITDA
-3	292.859,12	281.819,00	1,04x
-2	359.153,59	273.155,58	1,31x
-1	285.269,52	297.560,96	0,96x
0	311.989,25	317.875,88	0,98x
+1	238.407,34	269.058,14	0,89x
+2	191.697,18	337.187,67	0,57x
+3	196.347,70	322.861,05	0,61x

Anni relativi al deal (TND)	PFN (migliaia €; media)	EBITDA (migliaia €; media)	PFN/EBITDA
-3	276.336,24	264.502,42	1,04x
-2	312.363,60	208.084,63	1,50x
-1	344.808,48	202.378,96	1,70x
0	243.311,11	242.695,95	1,00x
+1	230.428,93	253.460,03	0,91x
+2	423.335,54	307.405,89	1,38x
+3	521.660,46	314.951,52	1,66x

Figura 46: Andamento nell'orizzonte [-3;+3] dell'indice PFN/EBITDA per deal con Target in financial distress (Target Distress – TD) e non in financial distress (Target No Distress - TND).

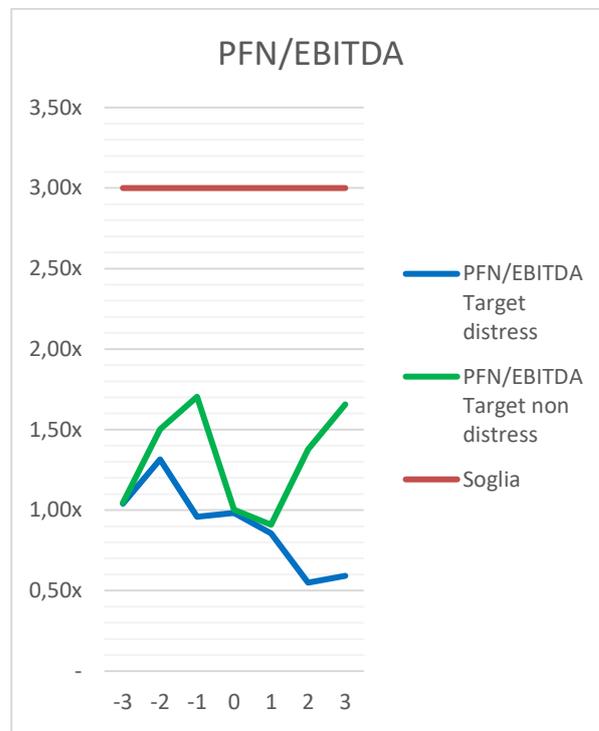


Tabella 55: Numero imprese che hanno visto aumentare, ridurre o rimanere stabile il proprio indice PFN/EBITDA nei tre anni successivi all'M&A; operazioni avvenute tra imprese con Target in financial distress (Target Distress – TD) e non in financial distress (Target No Distress – TND)

Anni relativi al deal (TD)	Imprese a PFN/EBITDA ridotto da t=0	Imprese a PFN/EBITDA inalterato da t=0	Imprese a PFN/EBITDA aumentato da t=0
+1	14	0	16
+2	13	0	18
+3	18	0	12

Anni relativi al deal (TND)	Imprese a PFN/EBITDA ridotto da t=0	Imprese a PFN/EBITDA inalterato da t=0	Imprese a PFN/EBITDA aumentato da t=0
+1	21	0	14
+2	20	0	15
+3	18	0	17

Tabella 56: Numero di Imprese Bidder e Target combinate in M&A con indice PFN/EBITDA sopra, sotto o nella media del Gruppo dei Pari in [-3;+3]; operazioni avvenute tra imprese con Target in financial distress (Target Distress – TD) e non in financial distress (Target No Distress – TND)

Anni relativi al deal (TD)	Imprese sotto la media	Imprese nella media	Imprese sopra la media
-3	9	0	19
-2	14	0	15
-1	12	0	19
0	12	0	19
+1	10	0	20
+2	14	0	17
+3	15	0	15

Anni relativi al deal (TND)	Imprese sotto la media	Imprese nella media	Imprese sopra la media
-3	10	0	16
-2	14	0	15
-1	19	0	15
0	17	0	18
+1	13	0	22
+2	15	0	20
+3	13	0	22

Le Bidder che acquisiscono Target indebitate sono caratterizzate da una forte posizione finanziaria che consente loro di assumersi il rischio di ristrutturare l'impresa acquisita e si riscontra un trend positivo di riduzione dell'indice PFN/EBITDA tra l'anno del completamento dell'operazione e i due successivi. L'EBITDA alterna crescite e cali, quindi il miglioramento di questo indice, che era già sotto la soglia di allerta, è da attribuire principalmente alla copertura delle pendenze debitorie e alla riduzione della Posizione Finanziaria Netta. Durante il terzo anno del post-M&A aumentano le imprese che hanno ridotto il loro indice, nonostante la leggera crescita del valore medio: questo segnala che le imprese più piccole impiegano più tempo ad abbassare l'indice, mentre le grandi imprese possono ripagare l'acquisizione senza contrarre nuovo debito e ci mettono meno tempo a ridurre la PFN.

Le operazioni TND vedono la Target in condizioni finanziarie più stabili e con maggiore potere negoziale, con le Bidder che sono costrette ad alzare il prezzo dell'operazione; ciò, unito alle rilevazioni empiriche sui dati Patrimoniali che hanno dimostrato valori medi delle operazioni Target No Distress più limitati, portano a pensare a un maggiore ricorso al debito per la Bidder. La Posizione Finanziaria Netta aumenta negli ultimi due anni analizzati e la crescita dell'EBITDA non basta a evitare che l'indice PFN/EBITDA salga; pur restando sotto 3x, è un segnale di cui le imprese devono tenere conto. Come ribadito da Clark e Ofek, le condizioni del settore potrebbero incidere sulla riuscita del post-M&A e, visto il calo drastico di EBITDA Margin di queste operazioni in $t=+3$, si può ipotizzare una contrazione dell'EBITDA legata al settore di riferimento, che ha portato più imprese ad aumentare l'esposizione finanziaria rispetto all'anno del closing. Il Gruppo dei Pari non segnala particolari scenari per nessuna delle categorie analizzate.

Come già ipotizzato da K.Clark e E.Ofek, l'eventuale condizione di distress della Target non impatta sulle prestazioni di Bidder e Target negli anni successivi al closing, e si conferma come una operazione di M&A sia spesso anche una "*questione di fortuna*" nella scelta del momento in cui completare il deal.

IN BREVE:

- La condizione di Financial Distress dell'impresa Target dà **risultati poco significativi** (come ipotizzato da K.Clark e E.Ofek): l'EBITDA% è migliore nel caso di Target non esposte finanziariamente, sia nei valori medi sia per il numero di imprese migliori dei Peers.
- Le Target distressed danno alla coppia Bidder+Target maggiore incremento di Patrimonio Netto, ma riteniamo il finding poco consistente e significativo.
- Anche l'analisi dell'indice PFN/EBITDA porta risultati poco significativi.

5.5. Case Studies

Il Capitolo 5 si completa con l'approfondimento di due Case Study che contribuiscono a conferire maggiore robustezza ai risultati ottenuti: i Case Study riguardano due operazioni di M&A già oggetto di analisi, con Target appartenente allo stesso settore di operatività ma differente struttura della Bidder e del deal: questa selezione consente l'eliminazione della variabilità dovuta alla redditività intrinseca del settore e contribuisce a valutare l'impatto delle caratteristiche analizzate nelle sezioni precedenti. Inoltre, i due deal sono stati conclusi durante lo stesso anno, il 2016, consentendoci di escludere anche l'effetto di una possibile variazione temporale dell'andamento del settore.

Le due operazioni selezionate sono l'acquisizione di Italchimici SpA da parte di Recordati SpA e l'acquisizione di Mitim S.r.l. da parte di Recipharm Italia S.p.A..

Le due Target operano nel settore della farmaceutica e sono contraddistinte dallo stesso codice ATECO (212009: Fabbricazione di medicinali e altri preparati farmaceutici): possiamo quindi considerarle appartenenti allo stesso Gruppo dei Peers.

Le differenze tra le due operazioni sono costituite principalmente dalla struttura delle operazioni: durante il 2016, anno del closing, la coppia Recordati SpA+Italchimici SpA consta di un Patrimonio Netto complessivo di 919,53 milioni di €, mentre le due imprese Recipharm Italia S.p.A. e Mitim S.r.l. hanno Patrimonio Netto congiunto pari a 45,86 milioni di €. Il primo deal è stato classificato come *Larger*, mentre il secondo appartiene alla categoria *Smaller*.

Concentrandosi sulle caratteristiche della Bidder, si individua una differenza nella condizione dell'impresa Bidder nella fase pre-M&A: Recordati SpA è una Bidder non Distressed, poiché nei tre anni antecedenti al closing ha indice PFN/EBITDA rispettivamente di 0,61x, 0,28x e -0,08x (PFN negativa); la Bidder Recipharm Italia S.r.l. attraversa una fase di Distress contraddistinta da indici PFN/EBITDA pari a 317,04x, ampiamente oltre la soglia di allerta di 3x, durante l'anno $t=-3$, mentre i due anni successivi sono caratterizzati da valori di EBITDA negativi.

Ulteriore elemento di differenza tra le due operazioni è la natura della Bidder: Recordati SpA ha codice ATECO 212000 (Fabbricazione di medicinali e preparati farmaceutici), e si può quindi considerare una impresa che opera nello stesso settore della sua Target, mentre Recipharm Italia S.p.A. ha come settore di operatività quello delle "Attività delle holding impegnate nelle attività gestionali" (codice ATECO 701000), differente rispetto a quello della Target Mitim S.r.l.: la prima operazione rientrerebbe nella categoria di operazioni a funzione *focus*, mentre la seconda sarebbe ascrivibile alla categoria *diversificazione*. Dal momento che i codici ATECO hanno il difetto di non

individuare la possibilità che una impresa possa operare in diversi settori, si è deciso che la variabile del settore della Bidder non venga analizzata all'interno del Case Study.

Analogie e differenze delle due operazioni sono riassunte in Tabella 57:

Tabella 57: Analogie e Differenze tra le coppie Recordati SpA+Italchimici SpA e Recipharm Italia S.p.A+Mitim S.r.l.

Bidder	Target	ATECO Bidder	ATECO Target	Patrimonio Netto t=0 (mln €)	Categoria Deal	Bidder Distressed	Target Distressed
Recordati SpA	Italchimici SpA	212000	212009	919,53	Larger	No	No
Recipharm Italia S.p.A	Mitim S.r.l.	701000	212009	45,86	Smaller	Sì	No

I risultati precedentemente ottenuti denotano che il deal a maggior successo dovrebbe essere quello tra Recordati SpA e Italchimici SpA, per via di caratteristiche del deal maggiormente funzionali alla riuscita dell'operazione (*Larger, Bidder non Distressed*).

Recordati SpA

Tabella 58: EBITDA Margin Recordati SpA nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	EBITDA (migliaia €)	Ricavi (migliaia €)	EBITDA%
2013	242.730,00	941.630,00	25,78%
2014	277.639,00	987.356,00	28,12%
2015	320.711,00	1.047.676,00	30,61%
2016	375.895,00	1.153.942,00	32,57%
2017	454.661,00	1.288.123,00	35,30%
2018	499.079,00	1.352.235,00	36,91%
2019	543.967,00	1.481.848,00	36,71%

Figura 47: EBITDA Margin Recordati SpA e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]

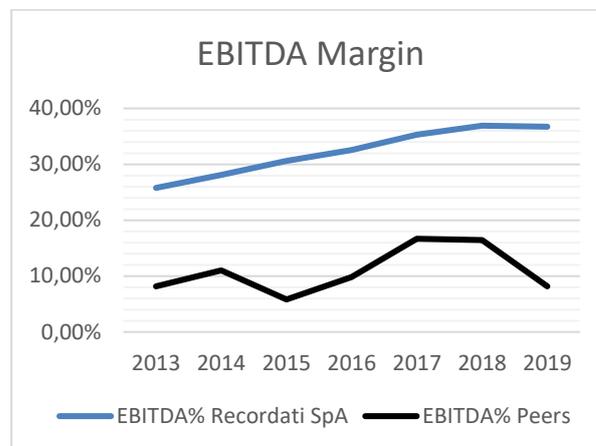


Tabella 59: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Recordati SpA in [+1;+3]

Anni relativi al deal	PN _i - PN ₀ (migliaia €)	PN ₀ (migliaia €)	(PN _i - PN ₀)/PN ₀
2017	123.297,00	903.940,00	13,64%
2018	59.646,00	903.940,00	6,60%
2019	294.871,00	903.940,00	32,62%

Figura 48: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Recordati SpA e Gruppo dei Peers in [+1;+3]

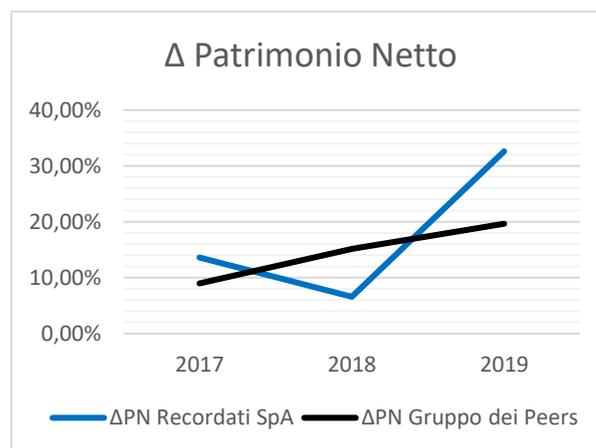
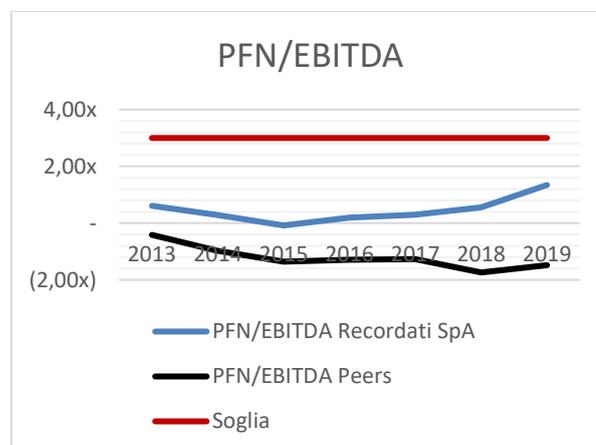


Tabella 60: PFN/EBITDA Recordati SpA nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	PFN (migliaia €)	EBITDA (migliaia €)	PFN/EBITDA
2013	147.474,00	242.730,00	0,61x
2014	78.398,00	277.639,00	0,28x
2015	-26.617,00	320.711,00	(0,08x)
2016	74.512,00	375.895,00	0,20x
2017	133.549,00	454.661,00	0,29x
2018	273.698,00	499.079,00	0,55x
2019	730.922,00	543.967,00	1,34x

Figura 49: PFN/EBITDA Recordati SpA e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]



Italchimici SpA

Tabella 61: EBITDA Margin Italchimici SpA nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	EBITDA (migliaia €)	Ricavi (migliaia €)	EBITDA%
2013	11.733,96	48.965,82	23,96%
2014	11.185,19	48.463,91	23,08%
2015	11.156,86	48.068,24	23,21%
2016	-366,82	43.313,29	-0,85%
2017	12.832,00	43.537,00	29,47%
2018	14.905,00	42.487,00	35,08%
2019	17.434,00	41.019,00	42,50%

Figura 50: EBITDA Margin Italchimici SpA e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]

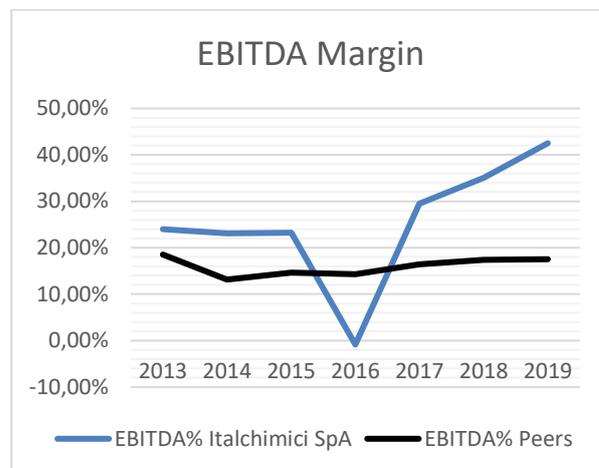


Tabella 62: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Italchimici SpA in [+1;+3]

Anni relativi al deal	PN _i - PN ₀ (migliaia €)	PN ₀ (migliaia €)	(PN _i - PN ₀)/PN ₀
2017	33.701,71	15.588,29	216,20%
2018	42.618,71	15.588,29	273,40%
2019	53.351,71	15.588,29	342,26%

Figura 51: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Italchimici SpA e Gruppo dei Peers in [+1;+3]

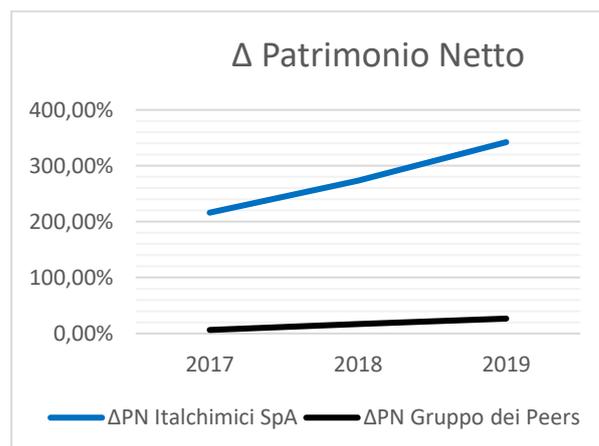
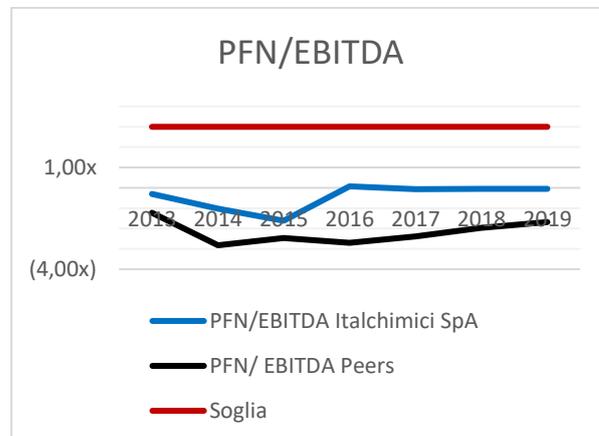


Tabella 63: PFN/EBITDA Italchimici SpA nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	PFN (migliaia €)	EBITDA (migliaia €)	PFN/EBITDA
2013	-3.584,35	11.733,96	(0,31x)
2014	-11.480,05	11.185,19	(1,03x)
2015	-18.029,06	11.156,86	(1,62x)
2016	-27,35	-366,82	0,07x
2017	-763,00	12.832,00	(0,06x)
2018	-792,00	14.905,00	(0,05x)
2019	-963,00	17.434,00	(0,06x)

Figura 52: PFN/EBITDA Italchimici SpA e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]



Recordati SpA+Italchimici SpA

Tabella 64: EBITDA Margin Recordati SpA+Italchimici SpA nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	EBITDA (migliaia €)	Ricavi (migliaia €)	EBITDA%
2013	254.463,96	990.595,82	25,69%
2014	288.824,19	1.035.819,91	27,88%
2015	331.867,86	1.095.744,24	30,29%
2016	375.528,18	1.197.255,29	31,37%
2017	467.493,00	1.331.660,00	35,11%
2018	513.984,00	1.394.722,00	36,85%
2019	561.401,00	1.522.867,00	36,86%

Figura 53: EBITDA Margin Recordati SpA+Italchimici SpA e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]

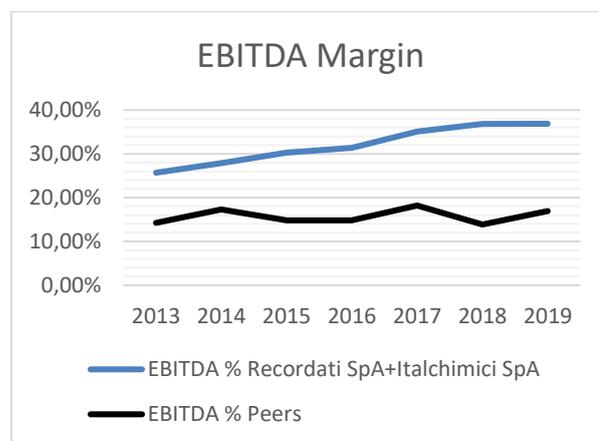


Tabella 65: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Recordati SpA+Italchimici SpA in [+1;+3]

Anni relativi al deal	PN _i - PN ₀ (migliaia €)	PN ₀ (migliaia €)	(PN _i - PN ₀)/PN ₀
2017	156.998,71	919.528,29	17,07%
2018	102.264,71	919.528,29	11,12%
2019	348.222,71	919.528,29	37,87%

Figura 54: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Recordati SpA+Italchimici SpA e Gruppo dei Peers in [+1;+3]

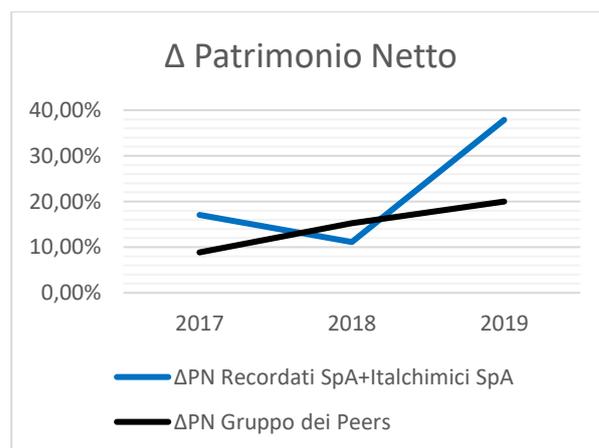
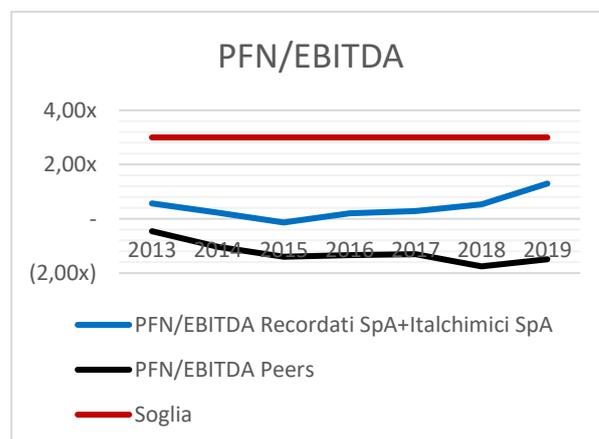


Tabella 66: PFN/EBITDA Recordati SpA+Italchimici SpA nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	PFN (migliaia €)	EBITDA (migliaia €)	PFN/EBITDA
2013	143.889,65	254.463,96	0,57x
2014	66.917,96	288.824,19	0,23x
2015	-44.646,06	331.867,86	(0,13x)
2016	74.484,66	375.528,18	0,20x
2017	132.786,00	467.493,00	0,28x
2018	272.906,00	513.984,00	0,53x
2019	729.959,00	561.401,00	1,30x

Figura 55: PFN/EBITDA Recordati SpA+Italchimici SpA e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]



Il deal tra Recordati SpA e Italcimici SpA è caratterizzato da parametri in linea con i risultati della ricerca precedentemente ottenuti: l'indice EBITDA Margin dell'impresa Bidder sostiene una crescita graduale nell'arco temporale analizzato, mantenendosi sopra i valori medi del Gruppo dei Peers.

A fronte di questa crescita di redditività operativa, si assiste a un incremento del valore Patrimoniale dell'impresa che non segue un andamento lineare: durante il primo anno dal completamento del deal la variazione positiva di Patrimonio Netto è più alta rispetto all'anno successivo, nel quale il Gruppo dei Peers ha performance migliori dell'impresa Bidder, mentre durante il 2019 si registra la variazione percentuale più alta pari a +32,62%.

L'indice di Distress Finanziario segnala valori dell'impresa Recordati SpA maggiori rispetto al proprio Gruppo dei Peers ma ben al di sotto di eventuali soglie di allerta: questo dato è dovuto alla necessità dell'impresa che intraprende una acquisizione di ottenere maggiore liquidità per il closing.

L'impresa Target Italcimici SpA ottiene dei consistenti benefici dall'operazione in termini di redditività operativa: durante il pre-closing l'impresa presentava valori dell'indice EBITDA Margin pari a circa il 23%, migliori del Gruppo dei Peers; l'anno 2016 è però caratterizzato da risultati negativi, con valori di EBITDA% poco sotto lo zero. La finestra temporale successiva denota performance nettamente positive e in crescita, migliori anche rispetto al periodo antecedente al deal. L'annata del closing è probabilmente stata negativa a causa della necessità di riorganizzare il nuovo assetto della Target, ma successivamente si assiste a una crescita molto alta del Patrimonio Netto, nettamente maggiore rispetto a quella sostenuta dal Gruppo dei Peers.

L'impresa Italcimici SpA durante l'orizzonte temporale analizzato ha Posizione Finanziaria Netta negativa (ha in cassa una quantità di liquidità superiore alle proprie passività), segnale di una situazione di esposizione alle passività non pericolosa; l'EBITDA è positivo fatta eccezione per l'anno del closing e l'indice PFN/EBITDA si mantiene vicino o poco al di sotto dello zero. Sebbene il Gruppo dei Peers presenti valori minori rispetto a Italcimici SpA, si può ritenere che l'impresa Target che viene acquisita da una grande Bidder non esposta non subisca contraccolpi a livello di esposizione alle passività finanziarie.

La combinazione di Bidder e Target segue un andamento analogo a quello dell'impresa Bidder a livello di EBITDA%, Patrimonio Netto e PFN/EBITDA. L'effetto positivo del deal si riflette principalmente sulla redditività e sul valore dell'Equity della Target acquisita mentre l'impresa Bidder, grande e con risultati migliori rispetto alla media dei Peers già negli anni precedenti al closing, consolida il proprio vantaggio rispetto ai competitor.

IN BREVE:

- La Bidder Recordati SpA, *Larger e Non Distressed*, ha risultati in **leggera crescita** sui diversi parametri analizzati.
- La Target Italchimici SpA ottiene un **netto successo** dall'operazione e beneficia di un incremento molto alto dei valori di Redditività operativa e Patrimonio Netto.
- I risultati della coppia Bidder+Target segue quelli della Bidder Recordati SpA, con **crescita graduale** di EBITDA Margin e Patrimonio Netto e PFN/EBITDA non a rischio.

Recipharm Italia S.p.A.

Tabella 67: EBITDA Margin Recipharm Italia S.p.A. nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	EBITDA (migliaia €)	Ricavi (migliaia €)	EBITDA%
2013	74,62	1.681,75	4,44%
2014	-30,64	2.162,31	-1,42%
2015	-8,40	2.024,86	-0,41%
2016	-53,49	2.589,71	-2,07%
2017	301,77	3.227,78	9,35%
2018	-309,81	2.789,37	-11,11%
2019	-141,00	4.541,46	-3,10%

Figura 56: EBITDA Margin Recipharm Italia S.p.A. e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]

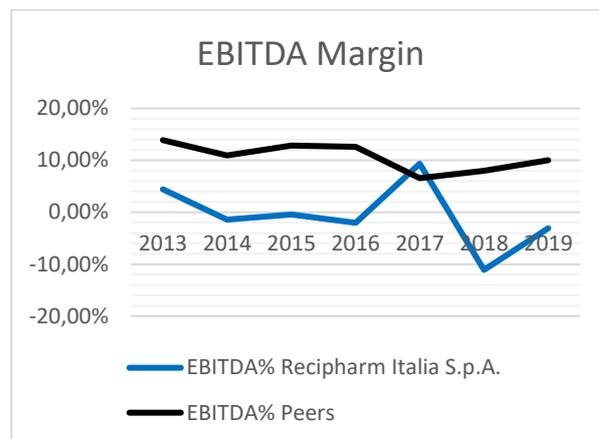


Tabella 68: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Recipharm Italia S.p.A. in [+1;+3]

Anni relativi al deal	PN _i - PN ₀ (migliaia €)	PN ₀ (migliaia €)	(PN _i - PN ₀)/PN ₀
2017	2.216,38	28.722,35	7,72%
2018	4.893,66	28.722,35	17,04%
2019	14.997,40	28.722,35	52,22%

Figura 57: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Recipharm Italia S.p.A. e Gruppo dei Peers in [+1;+3]

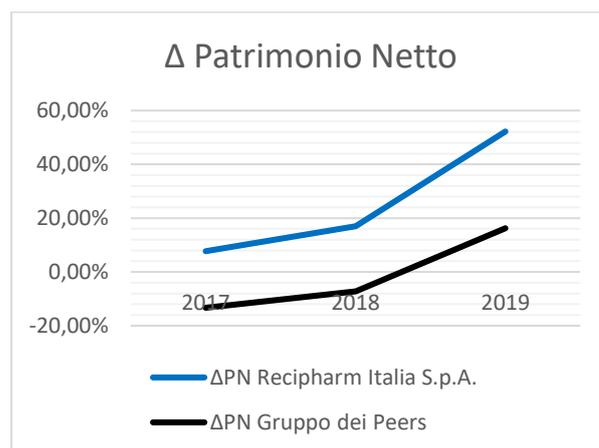
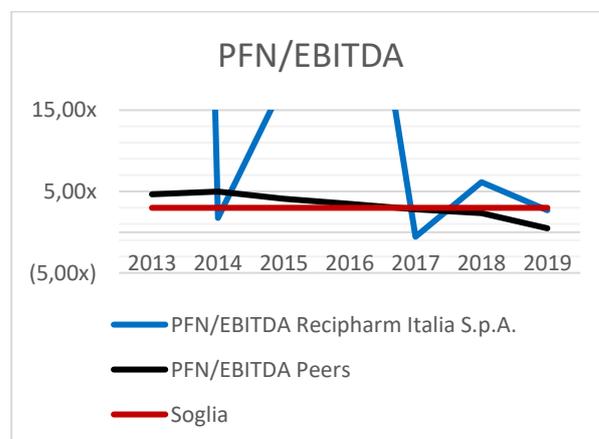


Tabella 69: PFN/EBITDA Recipharm Italia S.p.A. nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	PFN (migliaia €)	EBITDA (migliaia €)	PFN/EBITDA
2013	23.657,09	74,62	317,04x
2014	-53,98	-30,64	1,76x
2015	-153,15	-8,40	18,24x
2016	-2.689,01	-53,49	50,27x
2017	-168,80	301,77	(0,56x)
2018	-1.902,64	-309,81	6,14x
2019	-381,64	-141,00	2,71x

Figura 58: PFN/EBITDA Recipharm Italia S.p.A. e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]



Mitim S.r.l.

Tabella 70: EBITDA Margin Mitim S.r.l. nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	EBITDA (migliaia €)	Ricavi (migliaia €)	EBITDA%
2013	634,48	27.048,09	2,35%
2014	1.492,66	30.347,59	4,92%
2015	7.396,91	48.406,28	15,28%
2016	6.900,65	43.281,45	15,94%
2017	7.944,84	47.116,35	16,86%
2018	8.954,38	50.088,20	17,88%
2019	7.622,00	46.898,00	16,25%

Figura 59: EBITDA Margin Mitim S.r.l. e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]

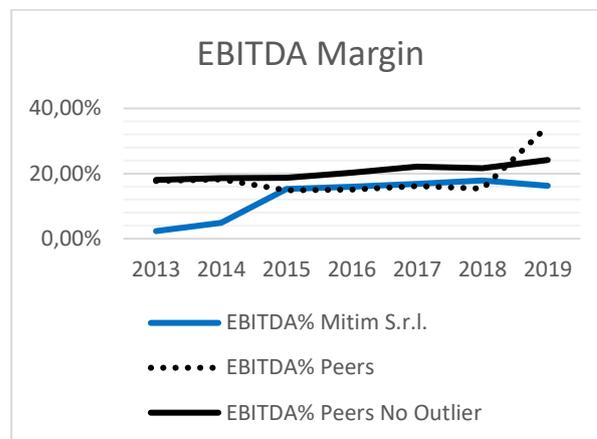


Tabella 71: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Mitim S.r.l. in [+1;+3]

Anni relativi al deal	PN _i - PN ₀ (migliaia €)	PN ₀ (migliaia €)	(PN _i - PN ₀)/PN ₀
2017	2.261,29	17.139,37	13,19%
2018	3.688,70	17.139,37	21,52%
2019	3.100,55	17.139,37	18,09%

Figura 60: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Mitim S.r.l. e Gruppo dei Peers in [+1;+3]

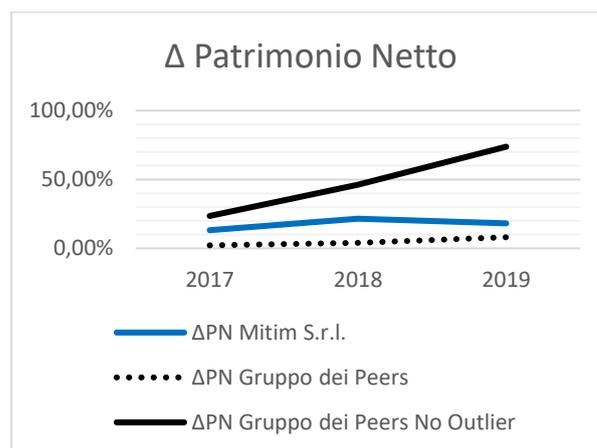
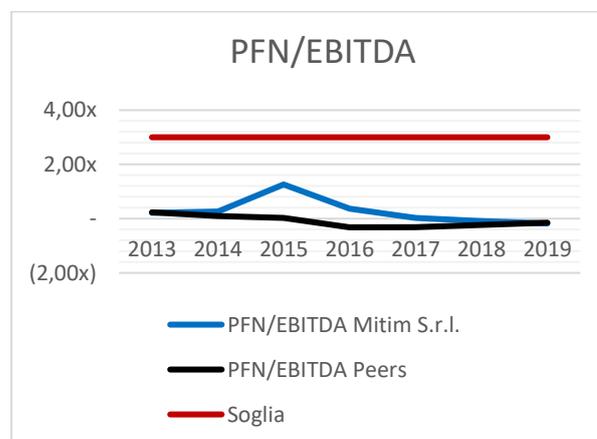


Tabella 72: PFN/EBITDA Mitim S.r.l. nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	PFN (migliaia €)	EBITDA (migliaia €)	PFN/EBITDA
2013	137,67	634,48	0,22x
2014	395,83	1.492,66	0,27x
2015	9.320,39	7.396,91	1,26x
2016	2.578,73	6.900,65	0,37x
2017	221,21	7.944,84	0,03x
2018	-851,14	8.954,38	(0,10x)
2019	-1.341,00	7.622,00	(0,18x)

Figura 61: PFN/EBITDA Mitim S.r.l. e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]



Recipharm Italia S.p.A.+Mitim S.r.l.

Tabella 73: EBITDA Margin Recipharm Italia S.p.A.+Mitim S.r.l. nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	EBITDA (migliaia €)	Ricavi (migliaia €)	EBITDA%
2013	709,09	28.729,84	2,47%
2014	1.462,02	32.509,91	4,50%
2015	7.388,51	50.431,14	14,65%
2016	6.847,16	45.871,16	14,93%
2017	8.246,61	50.344,13	16,38%
2018	8.644,57	52.877,57	16,35%
2019	7.481,00	51.439,46	14,54%

Figura 62: EBITDA Margin Recipharm Italia S.p.A.+Mitim S.r.l. e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]

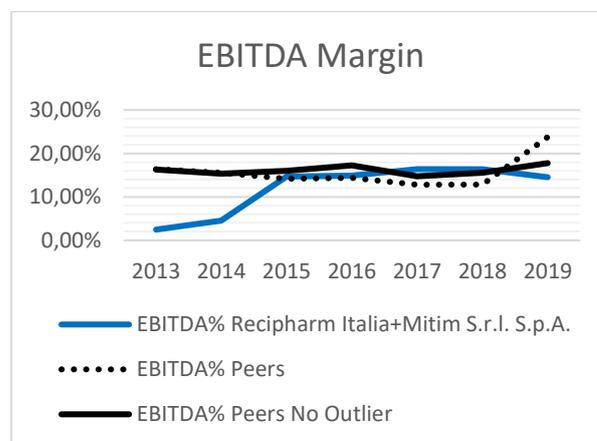


Tabella 74: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Recipharm Italia S.p.A.+Mitim S.r.l. in [+1;+3]

Anni relativi al deal	PN _i - PN ₀ (migliaia €)	PN ₀ (migliaia €)	(PN _i - PN ₀)/PN ₀
2017	4.477,67	45.861,73	9,76%
2018	8.582,36	45.861,73	18,71%
2019	18.097,94	45.861,73	39,46%

Figura 63: Variazione percentuale di Patrimonio Netto Recipharm Italia S.p.A.+Mitim S.r.l. e Gruppo dei Peers in [+1;+3]

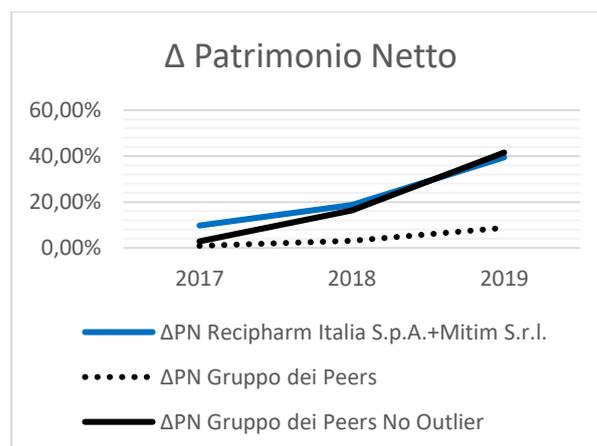
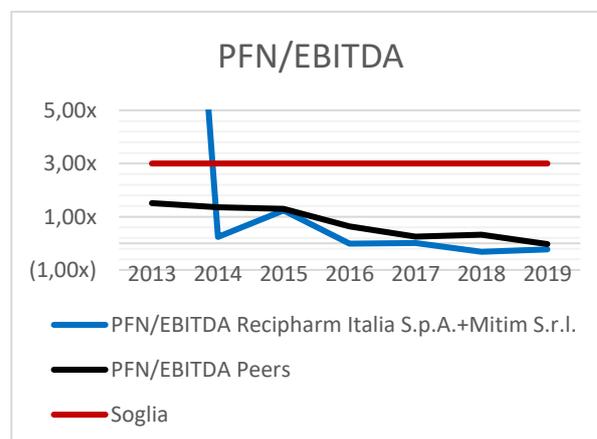


Tabella 75: PFN/EBITDA Recipharm Italia S.p.A.+Mitim S.r.l. nell'orizzonte temporale [-3;+3]

Anni relativi al deal	PFN (migliaia €)	EBITDA (migliaia €)	PFN/EBITDA
2013	23.794,75	709,09	33,56x
2014	341,86	1.462,02	0,23x
2015	9.167,24	7.388,51	1,24x
2016	-110,28	6.847,16	(0,02x)
2017	52,41	8.246,61	0,01x
2018	-2.753,78	8.644,57	(0,32x)
2019	-1.722,64	7.481,00	(0,23x)

Figura 64: PFN/EBITDA Recipharm Italia S.p.A.+Mitim S.r.l. e Gruppo dei Peers nell'orizzonte temporale [-3;+3]



L'impresa Bidder Recipharm Italia S.p.A. presenta valori di EBITDA Margin variabili ed EBITDA che negli anni alterna risultati positivi e negativi. Fatta eccezione per l'anno 2017, la società Bidder rende meno rispetto al proprio Gruppo dei Peers. Questo risultato è in contrasto però con l'analisi dell'andamento del Patrimonio Netto, in netta crescita rispetto ai propri Peers. Sebbene l'EBITDA sia negativo, l'impresa Bidder presenta Utile Netto positivo, grazie ai proventi da Partecipazioni, molto cospicui per le Holding operative. L'indice PFN/EBITDA è però ampiamente fuori scala, presenta valori ben oltre la soglia di allerta di 3x (come nel caso del 2013), e in cinque anni su sette l'EBITDA è negativo: si rischia quindi di erodere la liquidità in eccesso dell'impresa, rappresentata dalla Posizione Finanziaria Netta negativa: l'impresa acquirente, di dimensione limitata e già esposta nel pre-M&A, non sembra beneficiare dell'acquisizione. Come già rilevato durante la fase di identificazione e test delle caratteristiche chiave, il successo per un'impresa che intraprende una M&A nella posizione di acquirente dipende molto da caratteristiche della stessa come la dimensione, che permette una crescita di redditività operativa (EBITDA) con cui si riescono a ripagare le passività finanziarie. Il Patrimonio Netto è la variabile su cui impatta meno la dimensione del deal rispetto al settore di operatività, poiché in alcuni settori, anche in assenza di margini operativi, si può creare valore attraverso i proventi finanziari.

La Target Mitim S.r.l. ha redditività operativa stabile e costantemente al di sotto dei Peers (a cui è stato eliminato l'Outlier Meda Pharma S.p.A. che ha volumi molto più alto delle altre imprese).

La crescita di Patrimonio Netto è piuttosto sostenuta, sebbene si riduca tra il secondo e il terzo anno post-closing, ma è ben al di sotto dei risultati ottenuti rispetto al proprio Gruppo dei Peers. Un elemento positivo è la riduzione della Posizione Finanziaria Netta, che diventa negativa. L'EBITDA si mantiene piuttosto stabile, quindi l'indice PFN/EBITDA si riduce sotto lo zero. L'impresa che viene acquisita necessita di una Bidder sufficientemente grande che le consenta di assorbire in fretta le modifiche dovute al completamento del deal, altrimenti non ottiene netti benefici dal deal ma dipende le sue fortune dall'andamento dell'*industry* di riferimento.

La coppia Bidder+Target presenta valori in linea con il Gruppo dei Peers, con EBITDA% stazionario, Patrimonio Netto nettamente in crescita e prevalentemente spinto da Recipharm Italia S.p.A. e PFN/EBITDA che, fatta eccezione per il valore fortemente critico del 2013, primo anno di analisi, si mantiene ben al di sotto del valore critico. L'esito dell'operazione dipende principalmente dalla Bidder che nella maggior parte dei casi ha maggiore peso relativo e impatta sulla crescita di redditività operativa e sostenibilità delle esposizioni finanziarie; come ribadito, il Valore Patrimoniale è la variabile che dipende meno da queste caratteristiche.

IN BREVE:

- La Bidder Recipharm Italia S.p.A., *Smaller e Distressed*, ha **risultati negativi** per Redditività Operativa e Distress Finanziario; la creazione di Valore Patrimoniale non sembra provenire dall'operazione di M&A.
- La Target Mitim Srl ha risultati positivi e in lieve crescita, ma **peggiori** rispetto al Gruppo dei Peers.
- La coppia Recipharm Italia S.p.A.+Mitim Srl ha risultati **in linea** con il proprio Gruppo dei Peers.

Capitolo 6

Sintesi dei risultati, limiti e futuri passi della ricerca

6.1. Sintesi dei risultati

Lo scenario delle M&A ha attraversato nell'ultimo decennio una netta crescita dei volumi delle transazioni, con Deal Value complessivo delle operazioni concluse da record. Il *framework* ipercinetico ha coinvolto parzialmente l'Italia che, per la propensione al finanziamento *bank-oriented* e la natura delle Piccole e Medie Imprese che costituiscono la quasi totalità del panorama economico nazionale, vede il proprio contesto di M&A costellato di operazioni di *Mid-market*.

L'obiettivo della ricerca è stato quello di rispondere ai seguenti quesiti sull'effettiva efficacia delle operazioni di M&A e sulle caratteristiche che massimizzano le probabilità di successo del deal:

Q1: “Qual è l'effetto delle operazioni di M&A sulle imprese che le intraprendono, in termini di creazione di valore? Come impatta sugli interessi di stakeholder dell'impresa quali azionisti e creditori?”

Le operazioni di M&A hanno differenti impatti sulle parti coinvolte nell'operazione:

- I risultati ottenuti dalle imprese Bidder nel periodo successivo al completamento del deal non sembrano determinare un successo netto: i valori di EBITDA Margin non crescono ma risentono meno di eventuali contrazioni del settore di operatività rispetto ai propri Peers; il Patrimonio Netto, su cui c'è il focus degli azionisti dell'impresa, cresce nei primi tre anni ma in maniera meno accentuata rispetto ai Peers, a causa della necessità di tempo per sviluppare le sinergie attese e coprire il nuovo debito contratto per il closing. Per quanto riguarda lo stato di Distress Finanziario, elemento di attenzione per i creditori dell'impresa, l'acquisizione di ulteriore debito per finanziare il deal non sembra comportare un maggiore rischio di insolvenza, poiché la Bidder è in grado di ripagare le passività finanziarie attraverso i propri risultati operativi: l'indice PFN/EBITDA è ampiamente sotto la soglia critica.
- Le imprese Target ottengono benefici marcati dal deal: la redditività operativa dopo il closing è in crescita e si attesta su valori migliori rispetto ai Peers. Questa tendenza positiva si riflette sul Patrimonio Netto che cresce, ma soprattutto sulla sostenibilità debitoria dell'impresa: nel periodo pre-M&A le imprese Target sono caratterizzate da valori di PFN/EBITDA oltre la soglia di allerta di 3x. Nei tre anni successivi al deal, la Target ottiene i benefici operativi che le consentono di stabilizzarsi sotto tale soglia. L'impresa Target risulta essere il *player* di maggior successo dell'operazione.

- L'entità combinata Bidder+Target segue un trend spinto principalmente dai risultati della Bidder, che nella maggioranza dei casi è l'elemento della coppia a maggior peso relativo: di conseguenza, l'EBITDA% si mantiene stabile, il Patrimonio Netto cresce e porta vantaggio agli shareholder ma in maniera meno incisiva rispetto ai Peers e l'indice PFN/EBITDA si conferma in linea con il periodo pre-M&A, in cui i valori erano già inferiori al valore critico.

Q2: “Quanto incidono le caratteristiche di una M&A sui risultati? Le performance dei deal dipendono da aspetti come dimensione delle imprese coinvolte e appartenenza allo stesso settore di operatività?”.

Dai risultati presentati nel Capitolo 5.1, la variabile dimensionale impatta fortemente sulle possibilità di successo dell'M&A:

- Le operazioni definite *Larger*, caratterizzate da Patrimonio Netto delle imprese Bidder e Target congiunte nell'anno del closing superiore a 280 milioni di euro, hanno miglior indice EBITDA Margin, PFN/EBITDA saldamente sotto il valore critico nel post-M&A e netto incremento Patrimoniale, lieve nei primi due anni e più deciso dopo il terzo anno.
- I deal *Smaller*, che hanno valori di Patrimonio Netto combinato inferiore a 280 milioni di euro durante l'anno del closing, presentano EBITDA% stabili, PFN/EBITDA superiore alla soglia critica e riduzione di Patrimonio Netto durante l'ultimo anno analizzato: non sono state sviluppate le sinergie attese nel periodo successivo al closing e si fa maggiore fatica a ripagare il debito contratto con le risorse interne, causando erosione di Valore Patrimoniale.

Quando si decide di intraprendere una M&A è necessario valutare attentamente la capacità di sostenere il deal da parte dell'impresa acquirente: le grandi Bidder sono più capaci di coprire il debito contratto per il *buyout* con le risorse interne e di sviluppare le sinergie con la nuova acquisita, mentre le imprese più ridotte, se non ottengono benefici immediati dal deal, hanno maggiori probabilità di fallimento, aumento dell'esposizione finanziaria e distruzione del valore degli shareholder.

L'impatto dell'appartenenza delle imprese Bidder e Target allo stesso settore di operatività è stato testato nel Capitolo 5.2, dal quale emerge minore incidenza sui risultati rispetto alla dimensione del deal. Si registrano migliori risultati di EBITDA Margin per le operazioni *focus*, che avvengono tra imprese appartenenti allo stesso settore, rispetto a quelle con funzione di *differenziazione*, che operano in due settori differenti. La variabile sulla struttura del deal non sembra impattare sulla creazione di Valore Patrimoniale, mentre l'indice PFN/EBITDA delle due categorie subisce variazioni minime che mantengono i due risultati sotto la soglia di allerta. Si può quindi affermare che per l'impresa e per i suoi azionisti porti un leggero vantaggio una M&A tra imprese dello stesso settore rispetto a un deal con funzione di diversificazione.

Q3: “C’è differenza ‘prestazionale’ tra operazioni di M&A in cui l’impresa acquirente è distressed o meno? Cosa succede quando l’impresa acquisita è molto esposta in termini debitori?”.

Le due domande trovano risposta rispettivamente nei Capitoli 5.3 e 5.4 e non sembra esserci forte correlazione tra le prestazioni degli M&A in cui una delle due parti coinvolte attraversa uno stato di distress finanziario:

- I deal in cui l’impresa Bidder parte da una condizione di distress vedono un miglioramento netto dell’EBITDA Margin che inizia negli anni precedenti alla conclusione dell’operazione, per cui si può ipotizzare che sia stato merito anche del miglioramento del contesto esterno in cui operano le imprese. Questo miglioramento di redditività operativa non sembra tenere il passo del Gruppo dei Peers. Le due categorie sperimentano crescita di Patrimonio Netto, ma nei casi di deal con Bidder Distressed si concentra in un numero più ristretto di operazioni e tendono a uniformarsi in termini di PFN/EBITDA del post-merger, con i deal della categoria Bidder Distress che normalizzano i loro indici che erano ampiamente fuori scala negli anni antecedenti al closing. Avviene quindi un miglioramento dell’esposizione alle passività per le Bidder Distressed, ma le altre differenze tra le due categorie risultano poco significative.
- Le operazioni in cui la Target attraversa una fase di distress prevedono indici di EBITDA% leggermente peggiori di quelle in cui la Target è in salute, migliori risultati a livello di creazione di valore Patrimoniale, spinti però principalmente da Outlier impattanti nella categoria Target No Distress, e risultati di PFN/EBITDA regolari e sotto la soglia di attenzione in entrambi i casi: anche questa tipologia di categoria prevede differenze nei risultati poco significative.

L’analisi complessiva porta alla luce una situazione fortemente positiva per le imprese Target che vengono selezionate per un deal, mentre le imprese Bidder e l’aggregato Bidder+Target, che nella maggior parte dei casi segue l’andamento della Bidder, non sembrano beneficiarne pienamente. Andando più in profondità, si sono identificate le caratteristiche che impattano in maniera netta sul successo del deal: le operazioni condotte da Bidder di grandi dimensioni danno migliori risultati, mentre altre caratteristiche come la struttura del deal e condizione di Distress della Bidder incidono di più sulla probabilità e non sulla quantificazione del successo.

6.2. Limiti della ricerca

La ricerca ha prodotto risultati significativi, ma è doveroso tenere conto di alcuni limiti che impattano sulle analisi e sulle valutazioni effettuate. In primis, la necessità di avere a disposizione dati finanziari delle imprese Bidder e Target impegnate in operazioni di M&A su un orizzonte di medio-lungo periodo di 7 anni di analisi ha portato all'esclusione di operazioni interrotte anticipatamente, limitando la dimensione del campione analizzato. Sono inoltre state escluse alcune categorie di M&A che potevano determinare risultati differenti: non fanno parte dell'analisi i deal *cross-border* che avvengono tra imprese di diversa nazione, che sono caratterizzati da maggiore incertezza sul successo a causa della necessità di oltrepassare barriere linguistiche e culturali. Il campione definitivo di 66 operazioni è quindi sufficiente a ottenere valori statisticamente significativi nella maggior parte dei casi (fanno eccezione alcuni confronti sul terzultimo e sul penultimo anno antecedenti al closing, per i quali la dimensione del campione scende sotto le 30 unità e diventa soggetto a maggiore influenza di Outlier) ma, trattandosi di operazioni condotte tra imprese Bidder e Target italiane, la variabilità e le differenze nelle performance tendono a ridursi, quindi in una futura ricerca è consigliato ampliare la dimensione del campione, tenendo in considerazione deal completati durante uno *span* temporale più lungo.

Un ulteriore limite è quello che in Finanza comportamentale si definisce come *paradosso del sopravvissuto* (o *survivorship bias*²⁷), determinato dal processo di raccolta e scrematura del campione che ha eliminato le operazioni non completate a causa di sviluppi fallimentari della fase di Due Diligence, o altri deal nei quali sono avvenute frizioni durante l'integrazione della Target che hanno comportato la dismissione della Target con forte minusvalenza (*write-downs*). Questo paradosso non ha conseguenze sull'analisi dei risultati della ricerca, ma sul processo stesso di M&A. Aver completato l'operazione e presentare dati finanziari per i 3 anni successivi, un orizzonte temporale consistente per un'impresa, è un criterio di selezione di operazioni che hanno avuto compimento per cui, a valle dell'analisi, sarà necessario tenere conto dei deal non riusciti.

I *Megadeal*, ovvero le operazioni di M&A con Deal Value superiore al miliardo di euro, sono assenti nel campione di ricerca, per cui uno studio approfondito degli stessi sarebbe limitato a sporadici Clinical Case Studies.

²⁷ Wikipedia, "Survivorship bias": errore logico che si commette allorché, per valutare una situazione, si prendano in considerazione solo gli elementi (persone o cose) che hanno superato un determinato processo di selezione, trascurando i restanti

6.3. Futuri Passi della ricerca

Le M&A in Italia sono un fenomeno che, seppur in crescita, continuano a coinvolgere un numero limitato di imprese, principalmente di medio volume. Ciononostante, la nostra ricerca porta con sé alcuni risultati significativi che fanno propendere favorevolmente verso la tendenza a condurre M&A, principalmente per grandi imprese che siano in grado di sostenere finanziariamente il deal con le risorse interne, che portano benefici alle imprese Target che beneficiano di netti miglioramenti.

Studi futuri potrebbero approfondire il tema ampliando la dimensione del campione e l'orizzonte temporale di ricerca, comparando i risultati delle serie storiche di M&A avvenute in epoche differenti rispetto a quella analizzata nella tesi. Altri aspetti degni di un possibile approfondimento riguardano i risultati nel medio e nel lungo periodo delle imprese che intraprendono i Merger che potrebbero discostarsi rispetto alle performance a 3 anni, o il test di ulteriori caratteristiche non strettamente legate a parametri finanziari che la letteratura accademica pregressa ha individuato come possibili determinanti di successo dell'M&A, come la struttura di Governance o l'essere quotate in Borsa o meno.

Bibliografia e Sitografia

- Andrade, G. M.-M., Mitchell, M. L., & Stafford, E. (2001), New Evidence and Perspective on Mergers, *SSRN Electronic Journal*.
- Angwin, D., Urs, U., Appadu, N., Thanos, I., Vourloumis, S., & Kastanakis, M. (2022), Does merger acquisition (M&A) strategy matter? A contingency perspective, *European Management Journal*, 847-856.
- Blomkvist, M., Felixson, K., Löflund, A., & Vyas, H. (2022), Strategic underleveraging and acquisitions, *Journal of Corporate Finance*, 102283.
- Bruner, R. (2004), Where M&A Pays and Where It Strays: A Survey of the Research, *Journal of Applied Corporate Finance*, 63-76.
- Bruner, R. F. (2003), Does M&A Pay? (Chapter 3), *SSRN Electronic Journal*.
- Cho, S., & Chung, C. Y. (2022), Review of the Literature on Merger Waves, *Journal of Risk and Financial Management*, 432.
- Clark, K., & Ofek, E. (1994), Mergers as a Means of Restructuring Distressed Firms: An Empirical Investigation, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 541.
- CohnReznick, Romano C., Jobe M. (2022), *Why so many M&A transactions fail, and how not to be one of them*: <https://www.cohnreznick.com/insights/why-m-a-transactions-fail>
- Consob (2021), Bollettino statistico n.18, *Le società quotate e l'intermediazione finanziaria nel 2020*: https://www.consob.it/web/area-pubblica/abs-bs/-asset_publisher/FflGfWyJ5e15/content/bollettino-statistico-n-18/11973#:~:text=Nel%202020%20il%20patrimonio%20netto,5%2C6%25%20rispettoal%202019.
- Early, S. (2004), New McKinsey research challenges conventional M&A wisdom, *Strategy and Leadership*, 4-11.
- KPMG (2022), *Il mercato in cerca di una direzione fra segnali spesso discordanti*: <https://kpmg.com/it/it/home/media/press-releases/2022/07/il-mercato-in-cerca-di-una-direzione-fra-segnali-spesse-discorda.html>

Luciano E. (2022), “Dispense del Corso di Mercati, Rischi e Strumenti Finanziari”, Politecnico di Torino.

Nejadmalayeri, A., & Rosenblum, A. (2022), Distressed acquirers and the bright side of financial distress, *International Review of Financial Analysis*, 102303.

Renneboog, L., & Vansteenkiste, C. (2019), Failure and Success in mergers and acquisitions, *Journal of Corporate Finance*, 650-699.

The Economist (2021), *Booming M&A is smashing records*: <https://www.economist.com/business/2021/11/27/booming-m-and-a-is-smashing-records>

The Economist (2022), *Firms' unwise addiction to mergers and acquisitions*: https://www.economist.com/business/2022/08/24/firms-unwise-addiction-to-mergers-and-acquisitions?utm_medium=cpc.adword.pd&utm_source=google&ppccampaignID=18151738051&ppcadID=&utm_campaign=a.22brand_pmax&utm_content=conversion.direct-response.anonymous&gclid=Cj0KCQjwtsCgBhDEARIsAE7RYh01rFYY6N9aQeRVu0wHnOPIfTNLK9T1r9ZeN6u3eNPIMS6sAB2-QxsaAlZLEALw_wcB&gclsrc=aw.ds

The World Bank, Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP): <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

Treccani, “contingenza, teoria della”: Teoria comportamentale della struttura interna delle organizzazioni, sviluppatasi negli Stati Uniti negli anni 1960-70, secondo la quale non esiste un unico tipo di leadership o organizzazione più efficiente, ma piuttosto il modello da preferire dipende da una serie di fattori contingenti, sia interni sia esterni, alle organizzazioni stesse: https://www.treccani.it/enciclopedia/teoria-della-contingenza_%28Dizionario-di-Economia-e-Finanza%29/#:~:text=Teoria%20comportamentale%20della%20struttura%20interna,serie%20di%20fattori%20contingenti%2C%20sia

Wikipedia, “Silver bullet”: metafora per una soluzione semplice, quasi magica, a un problema complesso: https://en.wikipedia.org/wiki/Silver_bullet

Wikipedia, “Survivorship bias”: errore logico che si commette allorché, per valutare una situazione, si prendano in considerazione solo gli elementi (persone o cose) che hanno superato un determinato processo di selezione, trascurando i restanti: https://en.wikipedia.org/wiki/Survivorship_bias

Allegati

Allegato A – Operazioni senza incorporazione completa dell'impresa Target

	Completion Date	Bidder Company	Target Company	Deal Value (M€)	Tipologia Bilancio Bidder	Tipologia Bilancio Target
1	15/07/2016	Cairo Communications SpA	RCS Media Group SpA (95.28% Stake)	969,5697	Consolidato	Consolidato
2	23/12/2015	Terna SpA	Societa Elettrica Ferroviaria S.r.l.	757	Consolidato	Non Consolidato
3	23/12/2016	Sirti S.p.A.	Foi & Vitali Elettrodotti Spa	327,5	Consolidato	Non Consolidato
4	02/01/2018	Italcementi SpA	Cementir Italia SpA	315	Non Consolidato	Non Consolidato
5	02/09/2015	Autostrade per l'Italia S.p.A	Societa Autostrada Tirrenica S.p.a. (74.95% Stake)	247	Non Consolidato	Non Consolidato
6	31/05/2016	Recordati SpA	Italchimici SpA	130	Consolidato	Non Consolidato
7	14/04/2016	Arnoldo Mondadori Editore SpA	Rizzoli Libri S.p.A.	130	Consolidato	Non Consolidato
8	15/10/2018	Edison S.p.A.	Zephyro S.p.A.	109,1462	Consolidato	Non Consolidato
9	25/07/2018	Cartiera dell'Adda S.r.l.	Industria Cartaria Pieretti SpA	105,3751	Non Consolidato	Non Consolidato
10	29/01/2016	IREN S.p.A.	TRM S.p.a (51% Stake)	94,5	Consolidato	Non Consolidato
11	14/04/2016	Vianini SpA	Domus Italia SpA	90	Consolidato	Non Consolidato
12	03/12/2018	Gruppo Sodalys Srl	Deborah Group S.r.l.	88,1627	Consolidato	Non Consolidato
13	29/04/2016	Inalca S.p.A.	Unipeg Soc.Coop.Agricola	86	Consolidato	Consolidato
14	30/09/2015	R.T.I. S.p.A.	Monradio S.r.l (80% Stake)	77,72	Non Consolidato	Non Consolidato
15	03/05/2016	Rimorchiatori Riuniti S.p.A.	Rimorchiatori Augusta S.p.A.	75	Consolidato	Non Consolidato
16	04/05/2018	I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.	Tissue Machinery Company (82.5% Stake)	70,0283	Consolidato	Consolidato
17	24/02/2016	Recipharm Italia S.p.A	Mitim S.r.l.	68	Non Consolidato	Non Consolidato
18	14/10/2016	Sabelli S.p.A.	Trevisanalat s.p.a. (79% Stake)	45,0639	Non Consolidato	Non Consolidato
19	25/10/2018	Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa	Temakinho Italia SRL	42,7403	Consolidato	Non Consolidato
20	24/03/2016	Tinexta S.p.A.	Co.Mark S.p.A. (70% Stake)	35,9	Consolidato	Non Consolidato
21	30/11/2017	Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa	America Graffiti Franchising S.r.l.	33,3075	Consolidato	Non Consolidato
22	08/09/2017	Indel B S.p.A.	Autoclima S.p.A.	33,1584	Consolidato	Non Consolidato
23	30/11/2017	Tinexta S.p.A.	Warrant Hub SpA (70% Stake)	33,1355	Consolidato	Non Consolidato
24	23/11/2018	Carel Industries SpA	Recuperator S.p.A.	32,6	Consolidato	Non Consolidato

25	27/09/2017	Mittel Private Equity SpA	Industria Metallurgica Carmagnolese Srl (75% Stake)	30,2911	Consolidato	Non Consolidato
26	23/12/2015	HERAmbiente S.p.A.	Waste Recycling S.p.A.	30	Consolidato	Non Consolidato
27	03/07/2017	Emak S.p.A.	Lavorwash S.p.A. (83.1% Stake)	28,71	Consolidato	Non Consolidato
28	17/09/2018	Voilap Holding Srl	Imecon Engineering S.r.l. (70% Stake)	26,5647	Consolidato	Non Consolidato
29	13/12/2017	Gennaro Auricchio S.p.A.	Cascine Emiliane SpA (90% Stake)	26,2076	Consolidato	Non Consolidato
30	06/04/2018	Italgas S.p.A.	Medea S.p.A.	24,1	Consolidato	Non Consolidato
31	03/04/2017	Ascopiave SpA	Pasubio Group S.p.A.	23,2	Consolidato	Non Consolidato
32	05/05/2016	Interpump Group S.p.A.	Tubiflex S.p.A. (80% Stake)	23,0515	Consolidato	Non Consolidato
33	30/12/2016	Gruppo Societa' Gas Rimini Spa	Astea Energia SPA (70% Stake)	21,9826	Consolidato	Non Consolidato
34	30/05/2018	Snam SpA	TEP Energy Solution S.r.l. (82% Stake)	21	Consolidato	Non Consolidato
35	13/12/2016	Coeclerici S.p.A.	IMS Deltamatic S.p.A. (67% Stake)	19	Consolidato	Non Consolidato
36	21/07/2016	Tinexta S.p.A.	Visura SpA (60% Stake)	17,8	Consolidato	Consolidato
37	05/05/2017	Pastificio Di Martino Gaetano & F. Lli SpA	Grandi Pastai Italiani S.p.A. (66.67% Stake)	17,7059	Consolidato	Non Consolidato
38	25/07/2017	I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.	Eurosicma S.p.A. (60% Stake)	16,99	Non Consolidato	Non Consolidato
39	04/07/2018	Itinera S.p.A.	SEA Segnaletica Stradale S.p.A.	16,6	Consolidato	Non Consolidato
40	22/06/2017	Mittel Private Equity SpA	Ceramica Cielo S.p.A. (80% Stake)	19,2252	Consolidato	Non Consolidato

Allegato B – Operazioni con incorporazione completa dell'impresa Target

	Completion Date	Bidder Company	Target Company	Deal Value (M€)	Tipologia Bilancio Bidder	Tipologia Bilancio Target
1	20/12/2016	Open Fiber S.p.A.	Metroweb Italia S.p.A.	814	Non Consolidato	Consolidato
2	15/10/2018	Gamenet S.p.A.	GoldBet S.r.l	265	Non Consolidato	Non Consolidato
3	22/02/2018	Edison S.p.A.	Gas Natural Vendita Italia S.p.A	263	Consolidato	Non Consolidato
4	04/08/2016	A2A SpA	Linea Group Holding SpA (51% Stake)	156,8	Consolidato	Consolidato
5	19/11/2015	SNAITECH S.p.a.	Cogetech S.p.A.	130,3164	Non Consolidato	Non Consolidato
6	30/09/2016	Centrale del Latte d'Italia S.p.A.	Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A.	120,8759	Consolidato	Non Consolidato
7	03/07/2017	Buzzi Unicem SpA	Cementi Zillo S.p.A.	116,116	Consolidato	Consolidato
8	27/07/2018	Alpitour S.p.A.	Eden travel group Srl	100	Consolidato	Non Consolidato
9	29/08/2016	Dedalus Holding S.p.A.	NoemaLife SpA	87,81	Non Consolidato	Consolidato
10	27/12/2017	Intek Group S.p.A.	ErgyCapital S.p.A. (50.96% Stake)	56,7661	Consolidato	Consolidato

11	11/04/2018	IREN S.p.A.	ACAM S.p.A. (91.3% Stake)	52,72	Consolidato	Consolidato
12	06/12/2017	Italgas S.p.A.	Enerco Distribuzione S.p.A.	51	Consolidato	Non Consolidato
13	31/07/2018	Marche Multiservizi S.p.A.	Megas. Net S.p.a.	43,9512	Non Consolidato	Non Consolidato
14	01/01/2018	Baule Volante s.p.a.	IL Fior Di Loto S.r.l.	43,0821	Non Consolidato	Non Consolidato
15	04/04/2016	Marr S.p.A.	DE.AL. s.r.l.	42,7042	Consolidato	Non Consolidato
16	08/06/2016	Arnoldo Mondadori Editore SpA	Banzai Media Holding S.r.l.	41	Consolidato	Non Consolidato
17	13/12/2018	A2A SpA	TS Energy Italy S.p.A.	40	Consolidato	Non Consolidato
18	10/10/2016	Triboo S.p.A.	Grother S.r.l.	39,7408	Non Consolidato	Non Consolidato
19	01/11/2015	Tamini Trasformatori S.r.l.	TES Transformer Electro Service srl	26,4	Non Consolidato	Non Consolidato
20	28/02/2018	Italgas S.p.A.	Ichnusa Gas S.p.A.	26	Consolidato	Non Consolidato
21	19/12/2018	Gruppo Zaffiro Srl	Villa Gisella srl	23,6889	Non Consolidato	Non Consolidato
22	07/10/2015	JAKALA S.p.A.	Value Lab S.p.A. (60% Stake)	20	Consolidato	Non Consolidato
23	28/06/2016	Cellnex Italia, s.r.l.	CommsCon Italia s.r.l.	18,6996	Non Consolidato	Non Consolidato
24	01/02/2016	ESTRA S.P.A.	COOPGAS S.r.l.	18,17	Consolidato	Non Consolidato
25	29/05/2018	Nutrilinea S.r.l.	Pharcoterm Srl	16	Non Consolidato	Non Consolidato
26	01/07/2015	Megadyne S.p.A.	Sampla Belting Srl	16	Consolidato	Non Consolidato

Allegato C – Gruppi dei Peers

Operazioni senza incorporazione completa della Target:

Bidder:

1. **Cairo Communication SpA:** Eleven Sports Italia S.r.l., Brain Pull – Società Cooperativa, Publiscoop Più S.r.l., DEA S.r.l., Spot Light Import Export S.r.l., LFM S.p.A., Atomo Management Srl, P.M.G. Valore S.r.l., Buzzoole S.p.A., Studio Woow S.r.l.
2. **Terna S.p.A.:** IREN Mercato S.p.A., Axpo Italia S.p.A., Duferco Energia S.p.A., EP Produzione S.p.A., ACEA Energia S.p.A., Sorgenia Trading S.p.A., Dolomiti Energia Trading S.p.A., Enel Green Power Italia S.r.l., Alpiq Energia Italia S.p.A., Alperia Smart Services Srl,
3. **Sirti S.p.A.:** Ericsson Telecomunicazioni S.p.A., Vestas Italia S.r.l., Nokia Solutions and Networks Italia S.p.A., Danieli Automation SpA, Geko S.p.A., Telebit S.p.A., Soletto S.p.A., Rolls-Royce Solutions Italia S.p.A., SO.I.GE.A. S.r.l., Nooter/Eriksen S.r.l.
4. **Italcementi SpA:** Buzzi Unicem SpA*, Colacem S.p.A., Unicalce S.p.A., Fornaci Calce Grigolin S.p.A., Industria Cementi Giovanni Rossi S.p.A., Cementerie Aldo Barbetti S.p.A., Cementeria Costantinopoli S.r.l., Italsacci S.p.A., W&P Cementi S.p.A., Cal. Me. – Calce Meridionale S.p.A.
5. **Autostrade per l'Italia S.p.A.:** ANAS – Società per Azioni, DHL Express (Italy) S.r.l., Schenker Italian SpA, Amazon Italia Transport S.r.l., Amazon Italia Logistica S.r.l., Trasporti Internazionali Agenzia Marittima Savino del Bene S.p.A., Kuehne+Nagel S.r.l., Azienda per la Mobilità di Roma Capitale Società per Azioni, ENAV S.p.A., DSV S.p.A.
6. **Recordati SpA:** Takeda Italia S.p.A., Dompe' Farmaceutici S.p.A., Patheon Italia S.p.A., Boehringer Ingelheim Italia S.p.A., A. Menarini – Industrie Farmaceutiche Riunite S.r.l., Glaxosmithkline Vaccines S.r.l., Viatrix Pharma S.r.l., Kedrion S.p.A., EG S.p.A., Teofarma S.r.l.
7. **Arnoldo Mondadori Editore SpA:** Editoriale Domus S.p.A., Gedis S.r.l., Ciscra S.p.A., Hearst Magazines Italia S.p.A., Subito.It S.r.l., Il Messaggero S.p.A., DBInformation S.p.A., Società Athesis S.p.A., Hachette Fascicoli S.r.l., RBA Italia S.r.l.
8. **Edison S.p.A.:** ENEL Italia S.p.A., BAT Italia S.p.A., Cerved Group S.p.A., AGSM AIM S.p.A., Snam S.p.A.*, Fonderie Mario Mazzucconi S.p.A., Euronext Holding Italia S.p.A., Giugiaro S.p.A., Ferrovie dello Stato Italiane S.p.A., Gedi Gruppo Editoriale S.p.A.
9. **Cartiera dell'Adda S.r.l.:** Cartiere Modesto Cardella SpA, Cartiera Giorgione S.p.A., Smurfit Kappa Cartiera di Verzuolo S.r.l., A. Merati e C. – Cartiera di Laveno – Società per Azioni, Ondulati ed imballaggi del Friuli – S.p.A., Cartiera Giacosa – S.p.A., Prontopack S.p.A., Liner Italia International SPA, Industria Cartaria Pieretti S.p.A.*, Cartiere Ermolli S.p.A.
10. **IREN S.p.A.:** MGE Servizi Energetici S.p.A., Consorzio Centrale Termica P.E.E.P. Barca, Società Elettrica Verlenga e De Cecco S.r.l.
11. **Vianini SpA:** Kemicall S.r.l., Marchetti – S.r.l., Lepad 3 S.r.l., Cementi Armati Precompressi S.r.l., Chidora – S.r.l., T.M.T. S.r.l., Gruppo Adorante S.r.l., T.C. S.r.l. Top Costruzioni, San Valentino S.r.l., Prefabbricati Raciti S.r.l.
12. **Gruppo Sodalit Srl:** Padusa SPA, Rhea Vendors Group S.p.A., Isokinetic Medical Group S.r.l., Manageritalia Servizi S.r.l., Culligan International Emea S.p.A., Club del Sole S.r.l., IMQ Group S.r.l., Radici Partecipazioni S.p.A., Vulsub Italia S.r.l., G. Citterio S.r.l.
13. **Inalca S.p.A.:** Bolton Food S.p.A., Salumifici Granterre S.p.A., AVI.COOP S.C.A., Beretta S.p.A., Martini Alimentare S.r.l., Carnj Società Cooperativa Agricola, Alcar Uno – Società per Azioni, Giuseppe Citterio S.p.A., Rovagnati S.p.A., ALL.COOP S.C.A.
14. **R.T.I. S.p.A.:** Elemedia S.p.A., Radio Studio 105 S.p.A., Radio Italia S.p.A., Prima TV – S.p.A., CN Media S.r.l., Monradio S.r.l.*, Genetiko Communicatio SPA, R M C Italia S.p.A., Radio Subasio S.r.l., Mediolanum Comunicazione S.P.A.
15. **Rimorchiatori Riuniti S.p.A.:** VIPIMA - Società di Navigazione S.p.A., Medimar S.r.l., Joseph Luise e Sons S.r.l. Labrolines S.r.l., Logika S.r.l., D'amico Shipping Italia S.p.A., Alicost S.p.A. SFIM Investimenti S.p.A., Diego Cali e C. S.r.l., Scinicariello Ship Management S.r.l.

16. **I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.:** Merlo S.p.A., G.D. S.P.A., Toyota Material Handling Manufacturing Italia S.p.A., Epta S.p.A., Still S.p.A., Tetra Pak Packaging Solutions S.p.A., Riello S.p.A., Pietro Fiorentini S.p.A., Marchesini Group S.p.A., Immergas S.p.A.
17. **Recipharm Italia S.p.A.:** IVM S.r.l., Wallaby S.r.l., Commit Group SRL, Ceccarelli Finanziaria S.r.l., Siligardi Enrico – S.p.A., CDS Holding S.p.A., Fervo S.r.l., Battistella Company S.r.l., Be Power S.p.A., Aviapartner Italia S.r.l.
18. **Sabelli S.p.A.:** P.L.A.C., Bayernland – S.r.l., Lattebusche S.C.A., Latteria Mondello S.p.A., Centrale del latte di Roma S.p.A., Industria Casearia Silvio Belladelli S.p.A., Delizia S.p.A., Cooperativa Latteria Vipiteno Società Agricola, Consorzio Produttori Latte Milano SOC. COOP. AGRICOLA P.A., Montanari e Gruzza S.p.A.
19. **Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa:** Eataly S.p.A., Maglione S.r.l., Roadhouse S.p.A., Gruppo Negozi S.r.l., Burger King Restaurants Italia S.p.A., Kellydeli S.r.l., Euroristoro S.r.l., Lagardere Travel Retail Italia S.r.l., Etnafood S.r.l., Atlantic S.r.l.
20. **Tinexta S.p.A.:** FP Holding S.r.l., B.Pacorini S.p.A., Fenix S.r.l., Fri-El Green Power S.p.A., Mazza Holding S.r.l., S.I.S.A.M. S.P.A., Eneretica S.p.A., ORSA Auto S.r.l., Progetti del Cuore Società Benefit S.r.l., Arrow Global Italia S.r.l.
21. **Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa:** Eataly S.p.A., Maglione S.r.l., Roadhouse S.p.A., Gruppo Negozi S.r.l., Burger King Restaurants Italia S.p.A., Kellydeli S.r.l., Euroristoro S.r.l., Lagardere Travel Retail Italia S.r.l., Etnafood S.r.l., Atlantic S.r.l.
22. **Indel B S.p.A.:** UNOX S.P.A., Bonferraro - S.p.A., Bertazzoni Società per Azioni, ELBA Italy S.p.A., Meneghetti - S.p.A., Glem Gas S.p.A., AMG S.P.A., Palazzetti Lelio S.p.A., Gruppo Piazzetta S.p.A., Extraflame S.p.A.
23. **Tinexta S.p.A.:** FP Holding S.r.l., B.Pacorini S.p.A., Fenix S.r.l., Fri-El Green Power S.p.A., Mazza Holding S.r.l., S.I.S.A.M. S.P.A., Eneretica S.p.A., ORSA Auto S.r.l., Progetti del Cuore Società Benefit S.r.l., Arrow Global Italia S.r.l.
24. **Carel Industries SpA:** Endress + Hauser Italia S.p.A., Sicon S.r.l., C.E.I.A. S.P.A., Quanta System S.p.A., Antares Vision S.p.A., Bertelli & Partners S.r.l., Goma Elettronica S.p.A., Innova S.p.A., Powersoft S.p.A., Enertronica Santerno S.p.A.
25. **Mittel Private Equity SpA:** Top Star S.p.A., GHG Holding S.r.l., Peyrani Trasporti S.p.A., Congrua S.r.l., REDS Holding SRL, RCB Partecipazioni S.r.l., Alba Holding S.r.l., Finmasi S.p.A., Plastic Metal Technology S.p.A., AES Holding SRL
26. **HERAmbiente S.p.A.:** A2A Ambiente S.p.A., IREN Ambiente S.p.A., ECO Eridania Società per Azioni, HERAmbiente Servizi Industriali S.R.L., Marche Multiservizi SPA*, S.E.S.A. S.P.A., TRM S.P.A.*, Impresa Sangalli Giancarlo & C. S.r.l., Greenthesi S.p.A., Geofor S.p.A.
27. **Emak S.p.A.:** SACMI Forni & Filter S.p.A., MODINE CIS Italy S.r.l., Clivet S.p.A., Dieci S.r.l., Rivacold S.r.l., Elbi International S.p.A., Manitowoc Crane Group Italy S.r.l., Fives Intralogistics S.p.A., IP Cleaning S.r.l., SIAD Macchine Impianti - Società per Azioni
28. **Voilap Holding Srl:** BEST Surface Holding S.r.l., GI Group Holding S.p.A., Vertitex S.p.A., Monetti S.p.A., GMC Communications, TRATOS S.R.L., G. L. V. S.R.L., Unionchimica S.p.A., Digital360 S.p.A., YLDA S.p.A.
29. **Gennaro Auricchio S.p.A.:** Igor S.r.l., IN.AL.PI S.P.A., Assegnatari Associati Arborea - Società Cooperativa Agricola per Azioni, Latteria Sociale Mantova Società Agricola Cooperativa, Padania S.r.l., Eskigel S.r.l., Biraghi - S.p.A., Alimentaria Valdinievole S.p.A., P.L.A.C., Bayernland - S.r.l.
30. **Italgas S.p.A.:** Mexedia Società per Azioni, AEFPE S.p.A., Maire Tecnimont S.p.A., Comisa Holding S.r.l., Giuseppe Holding S.r.l., Valtidone S.p.A., Tasci S.r.l., Gemme Italian Producers S.r.l., Sky Italian Holdings S.p.A., Smarty Lab S.r.l.
31. **Ascopiave SpA:** Finarvedi S.p.A., Prima Automotive S.r.l., Palazzo Feroni Finanziaria S.p.A., AB Holding SPA, Dedalus S.p.A.*, Finsole S.r.l., OMR Holding S.p.A., WSP Central Europe Services SRL, ARA Group Holding S.p.A., Energetica Wing II S.r.l.
32. **Interpump Group S.p.A.:** Lowara S.r.l., Hyster-Yale Italia S.p.A., System Logistics S.p.A., Lift Truck Equipment S.p.A., OCME S.R.L., Sabiana S.p.A., O.ME.FA - S.P.A., Culligan Italiana S.p.A., SNAP-ON Equipment S.r.l., Valmex S.p.A.

33. **Gruppo Società Gas Rimini Spa:** Bluenergy Group S.p.A., Unareti S.p.A., Spigas S.r.l., Estenergy Società per Azioni, Ascotrade S.p.A., Compagnia Energetica Italiana S.p.A., Gas Sales S.r.l., Sinergas S.p.A., Acinque Energia S.r.l., SES Italia SRL
34. **Snam SpA:** BAT Italia S.p.A., Cerved Group S.p.A., AGSM AIM S.p.A., Fonderie Mario Mazzucconi S.p.A., Euronext Holding Italia S.p.A., Giugiaro S.p.A., Ferrovie dello Stato Italiane S.p.A., GEDI Gruppo Editoriale S.p.A., Scame S.r.l., ENEL – SPA**
35. **Mittel Private Equity SpA:** Top Star S.p.A., GHG Holding S.r.l., Peyrani Trasporti S.p.A., Congrua S.r.l., REDS Holding SRL, RCB Partecipazioni S.r.l., Alba Holding S.r.l., Finmasi S.p.A., Plastic Metal Technology S.p.A., AES Holding SRL
36. **Coeclerici S.p.A.:** Baglioni - S.p.A., C.G.I. Holding S.r.l., D. B. Service S.r.l., Gruppo GE S.p.A., Econergy Renewables 1 S.p.A., Flash Beauty Holding S.r.l., Nethex - S.p.A., Alimentaria S.r.l., RB Italy Holding S.r.l., Aedifica Holding S.r.l.
37. **Tinexta S.p.A.:** FP Holding S.r.l., B.Pacorini S.p.A., Fenix S.r.l., Fri-El Green Power S.p.A., Mazza Holding S.r.l., S.I.S.A.M. S.p.A., Eneretica S.p.A., ORSA Auto S.r.l., Progetti del Cuore Società Benefit S.r.l., Arrow Global Italia S.r.l.
38. **Pastificio Di Martino Gaetano & F. Lli SpA:** Bertagni 1882 S.p.A., Forno D'Asolo S.p.A., Rummo S.p.A., Vicenzi S.p.A., Bouvard Italia S.p.A., Aldino S.r.l., Maina Panettoni S.p.A., Molino e Pastificio De Cecco S.p.A., Pastificio Guido Ferrara S.p.A., Pastificio Attilio Mastromauro - Granoro S.r.l.
39. **I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.:** Merlo S.p.A., G.D. S.P.A., Toyota Material Handling Manufacturing Italia S.p.A., Epta S.p.A., Still S.p.A., Tetra Pak Packaging Solutions S.p.A., Riello S.p.A., Pietro Fiorentini S.p.A., Marchesini Group S.p.A., Immergas S.p.A.
40. **Itinera S.p.A.:** Astaris S.p.A., Webuild Italia SPA, Consorzio COCIV, Amplia Infrastructures S.p.A., ICM S.P.A., G.C.F. S.P.A., CEPAV DUE, Società Autostrada Ligure Toscana - P.A., SCPA Consorzio Stabile SIS, Ghella S.p.A.

Le imprese contrassegnate da un asterisco (*) fanno parte del nostro campione di imprese che si sono impegnate in una M&A, quindi sono state eliminate dal calcolo dei valori medi dei Gruppi dei Peers.

L'impresa ENEL – SPA contrassegnata da due asterischi (**) ha completato l'acquisizione dell'impresa Yousave – SPA, ma l'operazione è successivamente stata eliminata dal campione perché costituiva un outlier; è stata eliminata dal calcolo dei valori medi dei Gruppi dei Peers.

Target:

1. **RCS Media Group SpA:** Giuffré Francis Lefebvre S.p.A., Citynews S.p.A., Mediolanum Editori S.r.l., E.D.T. Edizioni di Torino S.r.l., Assist Group S.r.l., Edipubblicità S.r.l., Edizioni Mediterranee S.r.l., Editrice L'Immagine S.r.l., Minerva Soluzioni Editoriali S.r.l., Moma Comunicazione S.r.l.
2. **Società Elettrica Ferroviaria S.r.l.:** Fri-El Acerra S.r.l., Baywa R.E. Energy Trading S.r.l., Geoenergie S.p.A., NWG Energia S.p.A., PLT PureGreen S.p.A., Lenergia S.p.A., Evolvere S.p.A., ERG Wind Energy S.r.l., SET Distribuzione S.p.A., ACEA Ambiente S.r.l.
3. **Foi & Vitali Elettrodotti Spa:** Gianni Benvenuto S.p.A., Ambrogio Moro S.p.A., ICET Industrie S.p.A., Techne S.p.A., Riva e Mariani Group S.p.A., Panzeri S.p.A., A2A Illuminazione Pubblica S.r.l., HITRAC Engineering Group S.p.A., Consorzio Impianti e Costruzioni Società Consortile a Responsabilità Limitata, ECF S.p.A.
4. **Cementir Italia SpA:** Iannuzzi Calcestruzzi S.r.l., Stucchidea Iannini Srl, Chemident S.r.l., Adriatica S.p.A., Cementi dello Stretto S.r.l., Edil Scami S.r.l., M.A.C. S.r.l., Marseglia Calce S.r.l., O.ME.CE., Pre. Fer. S.r.l.
5. **Società Autostrada Tirrenica S.p.a.:** Strabag S.p.A., Preve Costruzioni S.p.A., Francesco Ventura Costruzioni Ferroviarie Srl, Colombo Severo & C. Srl, SEA - Segnaletica Stradale S.p.A., Fersalento Srl, S.Agata FS Società Consortile a Responsabilità Limitata, Civelli Costruzioni S.r.l., Impresa Bergamelli S.r.l., Beozzo Costruzioni S.r.l.
6. **Italmchimici SpA:** Pietrasanta Pharma Società per Azioni NTC S.r.l., Industria Italiana Integratori Trei S.p.A., Difarco S.r.l., S.a.l.f. - S.p.A., Savio Industrial S.r.l., SPA Società Prodotti Antibiotici S.p.A., Industria Farmaceutica Galenica Senese SRL, Bruschettoni - S.r.l., Zoetis Manufacturing Italia S.R.L.
7. **Rizzoli Libri S.p.A.:** Sanoma Italia S.p.A., Giunti Editore S.p.A., DeAgostini Publishing S.p.A., Gedi Digital S.r.l., Mondadori Education S.p.A., D Scuola S.p.A., Edizioni Condé Nast S.p.A., Cairo Editore S.p.A., Treccani Reti S.p.A., Giulio Einaudi Editore S.p.A.

8. **Zephyro S.p.A.:** Nidec ASI S.p.A., IREN Smart Solutions S.p.A., Eniservizi S.p.A., Getec Italia S.p.A., Gemmo S.p.A., HERA Servizi Energia S.r.l., Bouygues E&S Italia S.p.A., Otis Servizi S.r.l., G.D.L. S.P.A., Ing.Ferrari S.p.A.
9. **Industria Cartaria Pieretti SpA:** Cartiera Giorgione S.p.A., Smurfit Kappa Cartiera di Verzuolo S.r.l., A.Merati e c. - Cartiera di Laveno - Società per azioni, Ondulati ed imballaggi del Friuli - S.p.A., Cartiera dell'Adda SRL*, Cartiera Giacosa - S.p.A., Prontopack S.p.A., Liner Italia International SPA, Cartiere Ermolli S.p.A., Nissha Metallizing Solutions S.r.l.
10. **TRM S.p.a:** HERAmbiente Servizi Industriali S.r.l., Marche Multiservizi SpA*, S.E.S.A. S.P.A., Impresa Sangalli Giancarlo & C. S.r.l., Greenthesis s.p.a., Geofor S.p.A., ACEA Pinerolese Industriale S.p.A., AMIA Verona S.p.A., Sider Pagani - S.r.l., Mecomer S.r.l.
11. **Domus Italia SpA:** Lube Holding S.r.l., Kepler S.r.l., TEQ S.r.l., Laziale Immobiliare S.p.A., Forma III S.r.l., Lusitalia SRL, 3Heads S.r.l., WTSH Venedig S.r.l., Immobiliare Balduccio - S.r.l., Vanin S.r.l.
12. **Deborah Group S.r.l.:** Istituto Ganassini S.p.A., McBride S.p.A., Collistar Spa, Mil Mil 76 S.p.A., Acqua di Parma S.r.l., Italchimica S.r.l., Micys Company S.p.A., SI.STE.M. S.r.l., Ludovico Martelli S.p.A., Chromavis S.p.A.
13. **Unipeg Soc.Coop.Agricola:** La Perlatura S.r.l., Italia Sostenibile S.r.l., Porchetta Leopardi - S.r.l., Indac S.r.l., Orlando Baldassari - S.r.l., Tor Cervara Industrie Alimentari - Società per azioni, M.G.C. S.R.L., Avicola Modicana S.r.l., Beta società a responsabilità limitata semplificata, Reggiana Macellatori - Società cooperativa a responsabilità limitata
14. **Monradio S.r.l.:** CN Media S.r.l., Genetiko Communication SPA, R M C Italia S.p.A., Radio Subasio S.r.l., Mediolanum Comunicazione S.P.A., Ritzland Records S.r.l., Radio Bruno Società Cooperativa, Finradio - S.r.l., ORF SRL, Multiradio S.r.l.
15. **Rimorchiatori Augusta S.p.A.:** EMES Feeding S.r.l., Marnavi SPA, Cosiarma S.p.A., Premuda - Società per Azioni, Manisa Chartering S.r.l., RB Armatori S.r.l., Manisa Bulk S.r.l., Synergas S.r.l., Morfini S.p.A., ADI Servizi Marittimi S.r.l.
16. **Tissue Machinery Company:** F.I.M.I. S.P.A., Fortna S.p.A., Keestrack-It S.r.l., Toyo Europe SRL, Silico S.p.A., Indeco IND S.p.A., Pet Solutions S.p.A., Bobst Firenze S.r.l., SEI - S.P.A., MB S.P.A.
17. **Mitim S.r.l.:** Bios Line S.p.A., Marco Viti Farmaceutici S.p.A., Genetic S.p.A., Difa - Cooper S.p.A., Meda Pharma S.p.A., Edmond Pharma S.r.l., Farmaceutici Procemsa S.p.A., Pietrasanta Pharma Società per Azioni, NTC S.r.l., Italchimici S.p.A.*
18. **Trevisanalat s.p.a.:** Sacco S.r.l., Diano Casearia S.p.A., Capurso Azienda Casearia S.r.l., Ariete - Fattoria Latte Sano SPA, Lactalis Italia S.p.A., Caseificio Palazzo S.p.A., Mulino Formaggi S.r.l., Caseificio Sociale Gardalatte Società Cooperativa Agricola, Gelato D'Italia - Indian S.r.l., Dalla Bona S.p.A.
19. **Temakinho Italia SRL:** US Food Network S.r.l., Alice Pizza Negozi S.r.l., F&DE Group S.r.l., Aurea - S.r.l., Sunfood - S.r.l., Emsidi S.r.l., World Fashion Food S.r.l., Smile S.r.l., Ristosi S.r.l., Calise S.r.l.
20. **Co.Mark S.p.A.:** Cerved Rating Agency S.p.A., C.N.F. S.P.A, COI SOC.COOP., COTRA, Consorzio Pellicano, RG Stampa SRL, Hines Italy RE S.R.L., Publi(In) S.r.l., Progress Società Cooperativa, E.CO.S. Società Cooperativa
21. **America Graffiti Franchising S.r.l.:** Isola Cooperativa Sociale, CRIAND2015 S.R.L., KAIROS S.R.L., Miscusi S.r.l., Griga S.r.l., Pizzaslice SRL, Carol Pharma S.r.l., Alma S.r.l., Trapizzino S.r.l., Global Gest SRL
22. **Autoclima S.p.A.:** Crippa S.p.A., Trevi Benne S.p.A., Atlante Stretch S.p.A., C I E M - Società per Azioni, Unitech Industries S.r.l., Borghi S.p.A., Doppelmayr Italia SRL, Officine Luigi Resta - S.p.A., Dini Argeo S.r.l., FAS International S.r.l.
23. **Warrant Hub SpA:** Intellera Consulting S.p.A., CPR System Società Cooperativa, Micenes S.C.A.R.L., Difesa Servizi spa, Hospital Consulting SPA, Consorzio MCCoop Italia '96, Professional Solutions S.r.l., Bugnion Società per Azioni, Consorzio Nazionale Cooperative Pluriservizi Attività 360, F2A S.P.A.
24. **Recuperator S.p.A.:** Tecno Logica S.r.l., Boat Lift S.r.l., Zanon Pressure Equipment S.r.l., Kahle Automation S.r.l., AM Automatic Machines SRL, F.C.R. S.p.A., Easy Lift S.r.l., Depur Padana Acque S.r.l., GF-Elti S.r.l., Moris Italia S.r.l.
25. **Industria Metallurgica Carmagnolese Srl:** Takler S.r.l., BCS Automotive Interface Solutions Italy S.r.l., SOGEFI Filtration Italy S.p.A., TCN Vehicles Division SRL, MTS S.P.A., Burgess Norton Europe S.r.l., Casco IMOS Italia S.r.l., FACET S.r.l., Littelfuse Commercial Vehicle Products, Italy S.r.l., STAMET Stampaggi Metallici - Società per Azioni

26. **Waste Recycling S.p.A.:** GESENU S.P.A., COBAT S.P.A., Mantova Ambiente S.r.l., CEM Ambiente S.p.A., San Germano S.p.A., Green Up S.p.A., Linea Gestioni S.r.l., Monteco S.p.A., Aziende Industriali Municipali Vicenza S.p.A., Clara S.p.A.
27. **Lavorwash S.p.A.:** Cesaro MAC. Import S.r.l., Olimpia Splendid S.p.A., Gruppo Fabbri Vignola S.p.A., Fonderie SIME S.p.A., Condevo S.p.A., QS Group S.p.A., P.F.M. S.p.a., BMR S.P.A., AROL S.P.A., Cleverttech S.p.A.
28. **Imecon Engineering S.r.l.:** Macropix S.r.l., Intersystem - S.r.l., Meteor S.r.l., Technocare Electronic Systems SRL, SICPA Italia S.p.A., Thales DIS IBS Italia S.p.A., Tesar S.p.A., DDS Elettronica S.r.l., Blue Yonder S.r.l., Open-Co S.r.l.
29. **Cascine Emiliane SpA:** MA.PR.I.COM. S.P.A., Società Agricola Mioorto S.r.l., ICAT Food S.p.A., San Lidano Group SRL, Uniontrade S.p.A., Alimenta S.p.A., Mare Aperto Foods S.r.l., Agridé S.r.l., Sapori Artigianali S.r.l., Bertolotti S.r.l.
30. **Medea S.p.A.:** Prometeo - S.p.A., Argos S.p.A., Gritti Energia S.r.l., Romagas S.r.l., HERA Comm Marche S.r.l., ACEA Pinerolese Energia S.r.l., Salerno Energia Vendite S.p.A., Enerpartner S.r.l., ASTEA Energia S.p.A.*, Blue Meta S.p.A.
31. **Pasubio Group S.p.A.:** Suedtirolgas SPA, Società Servizi Energia S.r.l., Collino Commercio S.p.A., Achille Parabiaghi S.r.l., Adistribuzionegas S.r.l., CH 4 ALPS S.R.L., Sima Energia S.p.A., Tecnoenergy Service S.r.l., CCR-SRL, AEMME Linea Distribuzione S.r.l.
32. **Tubiflex S.p.A.:** C.C.T. INOX S.P.A., Borghi Impianti Oleodinamici S.p.A., I.R.C. S.P.A., Bundy Refrigeration S.r.l., Euro Pali S.r.l., FERB SPA, T.Erre Europe S.r.l., Teaflex S.p.A., Emiflex S.p.A., Olimpia Inox S.r.l.
33. **Astea Energia SPA:** ACEA Pinerolese Energia S.r.l., Salerno Energia Vendite S.p.A., Enerpartner S.r.l., Blue Meta S.p.A., Union Gas Metano S.p.A., GESAM Gas & Luce S.p.A., Lereti S.p.A., 2B Energia S.r.l., Alleanza Luce&Gas S.p.A., Centria S.r.l.
34. **TEP Energy Solution S.r.l.:** Exergia S.p.A., Burgo Energia SRL, G.S.A. S.P.A., Corteva Agriscienze Italia S.r.l., Carbotermo S.p.A., Inter Media and Communication S.p.A., Emmebi S.r.l., O.N.T. ITALIA S.C.A.R.L., Consip S.p.A., Jenbacher SRL
35. **Ceramica Cielo S.p.A.:** Ceramica Globo S.p.A., Meta S.p.A., Gruppo Sanitari Italia SPA, TECMA - S.r.l., Galassia S.r.l., Hatria S.r.l., Ceramica Flaminia - s.p.a., AZZURRA SPA, Nuova Deroma SRL, Colavene S.p.A.
36. **IMS Deltamatic S.p.A.:** Polidoro S.p.A., G.I. Industrial Holding S.p.A., Cavanna S.p.A., Fedegari Autoclavi - S.p.A., Gruppo Tecnoferrari SPA, Conti Valerio - S.r.l., TK Home Solutions S.r.l., Socage S.r.l., Innova S.r.l., Rheavendors Industries S.p.A.
37. **Visura SpA:** Garmin Italy Technologies S.r.l., Supermoney S.p.A., Quinservizi S.p.A., Link Mobility Italia S.r.l., Creditsafe Italia S.r.l., Teamsystem Service S.r.l., Eagle & Wise Service S.r.l., Archiva S.r.l., Nordcom S.p.A., ZETA Service S.r.l.
38. **Grandi Pastai Italiani S.p.A.:** Melegatti 1894 SPA, Pastificio De Sortis SRL, Pastificio Riscossa F.Lli Mastromauro S.p.A., Bakery S.p.A., Dolcezze Savini S.r.l., Casa del Dolce S.p.A., CIEMME Alimentari S.r.l., Sanorice Italia S.r.l., Arte Bianca S.r.l., Buona Compagnia Gourmet S.r.l.
39. **Eurosicma S.p.A.:** T.A.M.A. Aernova S.p.A., OCMI S.P.A., EMME Antincendio S.r.l., MZ Aspiratori S.p.A., Flexlink Systems S.p.A., TECNO Ventil S.p.A, Meccanica H7 SRL, Orved S.p.A., Frigotech SRL, Sinergia S.p.A.
40. **SEA Segnaletica Stradale S.p.A.:** Francesco Ventura Costruzioni Ferroviarie – SRL, Società Autostrada Tirrenica P.A.*, Colombo Severo & C. Srl, Fersalento SRL, S.Agata FS Società Consortile, Civelli Costruzioni S.r.l., Impresa Bergamelli S.r.l., Beozzo Costruzioni S.r.l., Valsecchi - Armamento Ferroviario S.r.l., CIPA Società per Azioni

Le imprese contrassegnate da un asterisco (*) fanno parte del nostro campione di imprese che si sono impegnate in una M&A, quindi sono state eliminate dal calcolo dei valori medi dei Gruppi dei Peers.

Operazioni con incorporazione completa della Target:

Bidder:

1. **Open Fiber S.p.A.:** BT Italia S.p.A., Golem.Com S.r.l., Colt Technology Services S.p.A., Codere Network S.p.A., Persidera S.p.A., Vianova SPA, AT&T Global Network Services Italia S.r.l., GTT Italy S.r.l., ADR Tel S.p.A., Sed Multitel S.r.l.
2. **Gamenet S.p.A.:** GBO Italy S.p.A., Replatz SRL, Sportbet - S.r.l., Vittoria Bet 2009 S.r.l., Lottomatica Scommesse S.p.A., Multigioco S.r.l., Gi.Lu.Pi S.r.l., HBG Connex S.p.A., Sisal Lottery Italia S.p.A., Bwin Italia S.p.A.
3. **Edison S.p.A.:** ENEL Italia S.p.A., BAT Italia S.p.A., Cerved Group S.p.A., AGSM AIM S.p.A., Snam S.p.A.*, Fonderie Mario Mazzucconi S.p.A., Euronext Holding Italia S.p.A., Giugiario S.p.A., Ferrovie dello Stato Italiane S.p.A., Gedi Gruppo Editoriale S.p.A.
4. **A2A SpA:** Servizio Elettrico Nazionale S.p.A., Enel Produzione S.p.A., E-Distribuzione S.p.A., AU S.P.A., Edison Energia S.p.A., Sorgenia S.p.A., A2A Energia**, Repower Italia S.p.A., Iren Mercato S.p.A., Axpo Italia S.p.A.
5. **SNAITECH s.p.a.:** Scommettendo - S.r.l., Sisal Entertainment S.p.A., Eurobet Italia S.r.l., Betpoint S.r.l., Lottomatica Videolot Rete S.p.A., GBO Italy S.p.A., Replatz SRL, Sportbet - S.r.l., Vittoria Bet 2009 S.r.l., Gamenet S.p.A.*
6. **Centrale del Latte d'Italia S.p.A.:** Sterilgarda Alimenti S.p.A., Ambrosi S.p.A., Consorzio Latterie Virgilio Società Agricola Cooperativa, Danone S.p.A., Zarpellon - S.p.A., Latte Montagna Alto Adige Società Agricola Cooperativa, Brazzale Società per Azioni, Cooperlat Società Cooperativa Agricola Igor S.r.l., IN.AL.PI S.P.A.
7. **Buzzi Unicem SpA:** Italcementi S.p.A.*, Colacem S.p.A., Unicalce S.p.A., Fornaci Calce Grigolin S.p.A., Industria Cementi Giovanni Rossi S.p.A., Cementerie Aldo Barbetti - S.p.A., Cementeria Costantinopoli S.r.l., Italsacci S.p.A., W&P Cementi S.p.A., Cal.Me. - Calce Meridionale S.p.A.
8. **Alpitour S.p.A.:** 6 Tour S.r.l., Outby Tour Activity S.r.l., Nicolaus Tour S.r.l., Hotel turist S.p.A., Veratour S.p.A., Aeroviaggi S.p.A., Futura Vacanze S.p.A., BCD Travel Italy S.p.A., Gattinoni Travel Network S.r.l., Cisalpina Tours S.p.A.
9. **Dedalus Holding S.p.A.:** Deliveroo Italy S.r.l., ACI Informatica Società per Azioni, Techedge S.p.A., Maggioli S.p.A., Sistemi S.p.A., Apple Italia S.r.l., Sistemi Informativi S.r.l., FCA I.T.E.M. S.P.A., Aubay Italia S.p.A., R1 S.P.A.
10. **Intek Group S.p.A.:** Matteo e Paola Renzi e C. Società in accomandita per Azioni, Finvet S.r.l., DMZ Investimenti Società a responsabilità limitata, Nove Gennaio S.r.l., La Gritta Holding S.r.l., Lovo Compagnia Partecipazioni Industriale SRL, Greeninvest S.r.l., SEGEFI Holding S.r.l., DBS S.r.l., Proginvest S.r.l.
11. **IREN S.p.A.:** MGE Servizi Energetici S.p.A., Consorzio Centrale Termica P.E.E.P. Barca, Società Elettrica Verlenga e De Cecco S.r.l.
12. **Italgas S.p.A.:** Mexedia Società per Azioni, AEFPE S.p.A., Maire Tecnimont S.p.A., Comisa Holding S.r.l., Giuseppe Holding S.r.l., Valtidone S.p.A., Tasci S.r.l., Gemme Italian Producers S.r.l., Sky Italian Holdings S.p.A., Smarty Lab S.r.l.
13. **Marche Multiservizi S.p.A.:** HERAmbiente Servizi Industriali S.r.l., S.E.S.A. S.P.A, TRM S.P.A.*, Impresa Sangalli Giancarlo & C. S.r.l., Greenthesis S.p.A., Geofor S.p.A., ACEA Pinerolese Industriale S.p.A., AMIA Verona S.p.A., Sider Pagani - S.r.l., Mecomer S.r.l.
14. **Baule Volante s.p.a.:** APO Conerpo Società Cooperativa Agricola, Eurofish Napoli S.r.l., Almo Nature Società Benefit per Azioni, Fioritalgelo S.r.l., Alce Nero S.p.A., Mavolo Antonio S.r.l., Capurso Trade & Services S.r.l., 4th Cliff Lobster Italia S.p.A., Inagra Società a responsabilità limitata, Lepore Mare S.p.A.
15. **Marr S.p.A.:** Gesco Società Cooperativa Agricola, Commercianti Indipendenti Associati - Società Cooperativa, Ferrero Commerciale Italia S.r.l., CE.DI. GROS - Società Consortile a Responsabilità Limitata, Conad Adriatico Società Cooperativa, BIG S.r.l., Mondelez Italia S.r.l., Multicedi S.r.l., Apulia Distribuzione S.r.l., Caseifici Granterre SPA
16. **Arnoldo Mondadori Editore SpA:** Editoriale Domus S.p.A., Gedis S.r.l., Ciscra S.p.A., Hearst Magazines Italia S.p.A., Subito.It S.r.l., Il Messaggero S.p.A., DBInformation S.p.A., Società Athesis S.p.A., Hachette Fascicoli S.r.l., RBA Italia S.r.l.
17. **A2A SpA:** Servizio Elettrico Nazionale S.p.A., Enel Produzione S.p.A., E-Distribuzione S.p.A., AU S.P.A., Edison Energia S.p.A., Sorgenia S.p.A., A2A Energia**, Repower Italia S.p.A., Iren Mercato S.p.A., Axpo Italia S.p.A.

18. **Triboo S.p.A.:** Contship Italia S.p.A., Cividale S.p.A., Holding Exor S.r.l., Ortigia Power 62 Società a Responsabilità Limitata, FBH S.P.A., B.V.B. Holding S.r.l., Lventure Group - Società per Azioni, AIM Group International S.p.A., Sonepar Italia Holding S.p.A., GSU GMBH
19. **Tamini Trasformatori S.r.l.:** Vestas Blades Italia SRL, Siemens Energy S.r.l., RPS S.P.A., AB Impianti SRL, GRID Solutions S.p.A., Col Giovanni Paolo - Società per Azioni, Lafert S.p.A., M.E.C.C. ALTE S.P.A., Came S.p.A., Siemens Energy Transformers S.r.l.
20. **Italgas S.p.A.:** Mexedia Società per Azioni, AEFPE S.p.A., Maire Tecnimont S.p.A., Comisa Holding S.r.l., Giuseppe Holding S.r.l., Valtidone S.p.A., Tasci S.r.l., Gemme Italian Producers S.r.l., Sky Italian Holdings S.p.A., Smarty Lab S.r.l.
21. **Gruppo Zaffiro Srl:** Nuove Energie Holding S.r.l., Master Holding S.p.A., Laz Holding S.r.l., Andritz Fabrics and Rolls Holdings. S.p.A., Le Cipresse SRL, Gres Italia GP S.r.l., Ghepard2 S.r.l., Tech On Group S.r.l., Mam S.r.l., Artalo S.r.l.
22. **JAKALA S.p.A.:** Reno De Medici SPA, Chiesi Italia S.p.A., Boston Scientific SPA, MEF - S.r.l., Tufano S.p.A., Gruppo SDA S.r.l., Società Ingresso Elettrodomestici Meridionale - S.P.A., Rematarlazzi S.p.A., Gruppo Giovannini S.r.l., Stroili Oro S.p.A.
23. **Cellnex Italia, s.r.l.:** Nekta Ambiente SRL, Fininvest Real Estate & Services S.P.A., Italian Creation Group SPA, Lventure Group - Società per Azioni, Ceccarelli Finanziaria S.r.l., Silingardi Enrico - S.P.A., Battistella Company S.r.l., Finalca Società a Responsabilità Limitata, Montebovi SRL, GPEFFE Group SRL
24. **E.S.TR.A. S.P.A.:** Wamgroup SPA, Emmelibri S.r.l., Fontana Finanziaria S.p.A., EF Solare Italia S.p.A., Gardant S.p.A., Alfa Gomma S.p.A., Bitron Industrie S.p.A., Askoll Holding SRL, Saviola Holding S.r.l., Decal-S.p.A.
25. **Nutrilinea S.r.l.:** SRB S.P.A., Biofarma S.r.l., Alfrus S.r.l., Kerry Ingredients & Flavours Italia S.p.A., PFI S.P.A., Pre Gel S.P.A., Casa del Caffè Vergnano Società per Azioni, Monaldi Italia S.r.l., Barry Callebaut Manufacturing Italia S.p.A., COIND Società Cooperativa
26. **Megadyne S.p.A.:** DN Automotive Italy S.r.l., Parker Hannifin Manufacturing S.r.l., Evercompounds S.p.A., Athena S.p.A., SKF Seals Italy S.p.A., Oldrati Guarnizioni Industriali - S.p.A., Datwyler Pharma Packaging Italy S.r.l., Comet S.r.l., Mesgo S.p.A., Mondo S.p.A.

Le imprese contrassegnate da un asterisco (*) fanno parte del nostro campione di imprese che si sono impegnate in una M&A, quindi sono state eliminate dal calcolo dei valori medi dei Gruppi dei Peers.

L'impresa A2A Energia S.p.A., contrassegnata da due asterischi (**), si può considerare un ramo separato dell'impresa A2A S.p.A. che fa parte del gruppo di analisi; è stata quindi eliminata dal calcolo dei valori medi dei Gruppi dei Peers.

Target:

1. **Metroweb Italia S.p.A.:** Building Energy Development Africa S.r.l., Burni Holding S.r.l., Ryan Russell S.r.l., CRC Rinascente S.p.A., Defero Holding S.r.l., V.F. SRL, Moma Invest S.r.l., Bigli S.r.l., Building Energy Development Africa 2 S.r.l., Global Opportunities SRL
2. **GoldBet S.r.l.:** Scommettendo - S.r.l., Eurobet Italia S.r.l., Lotterie Nazionali S.r.l., Lottomatica Scommesse S.p.A., Sisal Lottery Italia S.p.A., Cirsa Italia S.p.A., NTS Network S.p.A., Novomatic Italia S.p.A., Oper Bingo S.p.A., Betflag S.p.A.
3. **Gas Natural Vendita Italia S.p.A.:** Shell Energy Italia S.r.l., Cura Gas & Power S.p.A., Bluenergy Group S.p.A., Gruppo Società Gas Rimini S.p.A.*, Ascotrade S.p.A., Linea Più S.p.A., Inrete Distribuzione Energia S.p.A., Utilità S.p.A., Sinergie Italiane S.r.l., 2B Energia S.r.l.
4. **Linea Group Holding SpA:** Serioplast Global Services S.p.A., Sole Components SRL, Wamgroup SPA, E.S.TR.A. S.P.A.*, Bonomi Holding 2 S.r.l., Emmelibri S.r.l., Fontana Finanziaria S.p.A., EF Solare Italia S.p.A., Bitron Industrie S.p.A., Decal-S.p.A.
5. **Cogetech S.p.A.:** SNAITECH S.p.a.*, Sisal Entertainment S.p.A., Lottomatica Videolot Rete S.p.A., GBO Italy S.p.A., Lottomatica S.p.A., Lotterie Nazionali S.r.l., Gamenet S.p.A.*, HBG Connex S.p.A., Cirsa Italia S.p.A., People'S S.r.l.
6. **Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A.:** Centrale del Latte d'Italia S.p.A.*, P.L.A.C., Latteria Mondello S.p.A., Sabelli S.p.A.*, Industria Casearia Silvio Bellandelli S.p.A., Cooperativa Latteria Vipiteno Società

- Agricola, Valcolatte S.r.l., Latterie Vicentine Società Cooperativa Agricola, Francia Latticini S.p.A., Lactalis Italia S.p.A.
7. **Cementi Zillo S.p.A.:** Unicalce S.p.A., Fornaci Calce Grigolin S.p.A., Industria Cementi Giovanni Rossi S.p.A., Cementerie Aldo Barbetti - S.p.A., Cementeria Costantinopoli S.r.l., Italsacci S.p.A., W&P Cementi S.p.A., Cal.Me. - Calce Meridionale S.p.A., Cementeria di Monselice SPA, Cacem S.r.l.
 8. **Eden travel group Srl:** Uvet Global Business Travel S.p.A., 6 Tour S.r.l., Outby Tour Activity S.r.l., Veratour S.p.A., Aeroviaggi S.p.A., Cisalpina Tours S.p.A., Italcamel SPA CWT Italia S.r.l., Boscolo Tours S.p.A., Mistral Tour Internazionale S.r.l.
 9. **NoemaLife SpA:** Tecmarket Servizi S.p.A., Dassault Systemes Italia S.r.l., T.T TECNOSISTEMI S.P.A. SB, Inaz SRL, Sytel Reply Roma S.r.l., Infinity ICT SRL, Diebold Italia S.p.A., Serco Italia S.p.A., Vetrya S.p.A., GE Digital Italia S.r.l.
 10. **ErgyCapital S.p.A.:** Ghiga S.r.l., K Cube - S.r.l., Fingeb - S.r.l., Santorini Investment Holdings S.r.l., La Bottega Italia SRL, BB Holding S.r.l., GIEMMEGI Partecipation S.r.l., FAB S S.R.L., FAB P S.R.L., RGH - S.R.L.
 11. **ACAM S.p.A.:** Sistemi Salerno - Servizi Idrici S.p.A., ASIS Salernitana Reti e Impianti - S.p.A., Emiliambiente S.p.A., Gestione Esercizio Acquedotti Lucchesi S.p.A., Consorzio dei Comuni per l'acquedotto del Monferrato, SIAM S.P.A., Medio Chiampo SPA, Acquedotti S.C.P.A., Gran Sasso Acqua S.p.A., A.M.C. S.P.A.
 12. **Enerco Distribuzione S.p.A.:** AIMET S.R.L., Terni Reti S.r.l., Veneto Gas & Power S.r.l., Retragas S.r.l., Distribuzione Gas Naturale S.r.l., Pescara Distribuzione Gas S.r.l., AMAG Reti Gas S.p.A., Condotte Nord S.p.A., Umbria Distribuzione Gas S.p.A., Bluè Gas S.r.l.
 13. **Megas. Net S.p.A.:** SGM Commerciale S.r.l., M.P. Mondino - S.r.l., Energia Adriatica Abruzzese Società per Azioni, Nebrodi Gas Vendita S.r.l., Eurogas S.r.l., Basengas Vendita S.r.l., Acienergia S.r.l., Pollino Gestione Impianti S.r.l., So.Gas - S.p.A., Entar S.r.l.
 14. **IL Fior Di Loto S.r.l.:** Jingold S.p.A., Cerelia Italia Società a Responsabilità Limitata, AL.MA. SRL, Bosco Mar - S.p.A., Zarotti - S.p.A., Oleificio Alta Maremma S.r.l., Hero Italia S.p.A., Aliver S.r.l., Eurobevande S.r.l., S.I.L.D.A. S.R.L.
 15. **DE. AL. s.r.l.:** CIVA Group Distribuzione S.r.l., Uniontrade S.p.A., Polini Group Italia S.r.l., Selecta S.p.A., C&D Foods Italia S.r.l., Comital S.r.l., EFFEGI Service - S.p.A., Nordigross S.r.l., PA.DI.AL. S.P.A., A.R.C. Aziende Riunite Caffè S.r.l.
 16. **Banzai Media Holding S.r.l.:** Avantgarde S.r.l., MEMO SRL, Neg.Entropy S.r.l., Consorzio Cooperative Est Ticino Società Cooperativa, I. M. Tour Resort S.r.l., Kentral Società Consortile a Responsabilità Limitata, Buonaparte S.r.l., CO.S.Lombardia, S5 Lab S.r.l., Eufrosine S.r.l.
 17. **TS Energy Italy S.p.A.:** F&L S.r.l., Invest Hospitality S.p.A., ME Capital S.r.l., OEP Italy High Tech Due S.r.l., Finelga S.p.A., S.I.F. S.R.L., LGH S.R.L., Bedra Holding S.r.l., ITA 99 S.R.L., Via Bonnet 3 S.r.l.
 18. **Grother S.r.l.:** Start Club S.r.l., Innova S.r.l., Adare Pharma Italy Holdco S.r.l., Moka Investimenti S.r.l., Prenatal Retail Group S.p.A., Virgo S.r.l., ALEKOS SPA, GRH S.R.L., Cosmo Holding S.r.l., Galileo Re S.r.l.
 19. **TES Transformer Electro Service srl:** Ing.Ferrari S.p.A., Consenergy S.r.l., Meridionale Impianti S.p.A., Gianni Benvenuto - S.p.A., Isolfin S.p.A., Cannon Artes S.p.A., Gaetano Paolin S.p.A., Bettiol S.r.l., Comat S.p.A., Tepor S.p.A.
 20. **Ichnusa Gas S.p.A.:** DE.MA Engineering S.r.l., Habstudio S.r.l., Hectam S.r.l., Dacam Engineering S.r.l., Alphalab Società a Responsabilità Limitata, Health Care & Wellness S.r.l., A & B Box Società a Responsabilità Limitata, Telegrya S.r.l., Iefluids S.r.l., QSA Bologna S.r.l.
 21. **Villa Gisella srl:** Coesa Società Cooperativa Sociale Impresa Sociale, Azienda Sociale, S. T. Gestioni Società Cooperativa Sociale, Villaggio Amico S.r.l., Nuova Luce Società Cooperativa Sociale a R.L., Lo Stradello Società Cooperativa Sociale, Villa Perla - Società Cooperativa Sociale Onlus, Mariner Uno S.r.l., Residenza Caterina S.r.l., Riace S.r.l.
 22. **Value Lab S.p.A.:** Alphaomega S.r.l., Arcipelago Società Consortile a R.L., MBS Consulting S.P.A., Consorzio Stabile Cento Orizzonti Società Consortile a Responsabilità Limitata, Roland Berger S.r.l., Consorzio Gruppo CEIS Cooperativa Sociale, ACIES Aziende Commerciali Industriali e Servizi - Società a Responsabilità Limitata, BPER Credit Management - Società Consortile per Azioni, INRES SC, Accorhotels Italia S.r.l.

23. **CommsCon Italia s.r.l.:** Tivù Società a Responsabilità Limitata, Digi Italy S.r.l., Consorzio per i Servizi di Telefonia Mobile S.C.P.A., Commify Italia S.r.l., Webcom TCL S.r.l., Rabona S.r.l., DAB Italia Società Consortile per Azioni, Plintron Italy S.r.l., SPUSU Italia S.r.l., Italy TV - S.R.L.
24. **COOPGAS S.r.l.:** Gas Plus Italiana S.r.l., Amgas Blu S.r.l., Consorzio Geostorage, A.M.A. S.P.A., Energica S.r.l., ACOS Energia S.p.A., SICME Energy e Gas S.r.l., Sky Gas & Power Società a Responsabilità Limitata, CON Energia - S.P.A., ACAM Gas S.p.A.
25. **Pharcoterm Srl:** Di Marco Corrado S.r.l., Idealfoods S.p.A., G.E.I. S.P.A., Torrefazione Portioli S.p.A., GMF Oliviero F.Lli S.p.A., Simfed S.R.L., Hi-Food S.p.A., Caffè Cagliari - S.p.A., Corsino Corsini S.r.l., B&G SRL
26. **Sampla Belting Srl:** Eagleburgmann Italia S.r.l., O.M.G. S.R.L., Miretti S.r.l., OMT Group S.p.A., Perissinotto S.p.A., Norda S.p.A., Binacchi S.r.l., Kardex Italia S.p.A., B.F.C. S.R.L., Castoldi S.r.l.

Le imprese contrassegnate da un asterisco (*) fanno parte del nostro campione di imprese che si sono impegnate in una M&A, quindi sono state eliminate dal calcolo dei valori medi dei Gruppi dei Peers.

Allegato D – EBITDA Margin(%) per M&A senza incorporazione della Target

	Completion Date	Bidder		EBITDA		EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
				Ricavi						
1	15/07/2016	Cairo Communications SpA	2013	25.564,00	249.514,00	10,25%	-2,21	1.973,66	-0,11%	
			2014	28.966,00	240.266,00	12,06%	81,82	2.227,14	3,67%	
			2015	17.931,00	226.582,00	7,91%	107,87	2.311,78	4,67%	
			2016	76.000,00	566.100,00	13,43%	113,25	2.453,59	4,62%	
			2017	160.700,00	1.109.400,00	14,49%	-3,18	4.995,27	-0,06%	
			2018	175.500,00	1.224.100,00	14,34%	-170,98	5.061,60	-3,38%	
			2019	176.100,00	1.159.200,00	15,19%	-146,35	5.936,49	-2,47%	
			Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		RCS Media Group SpA (95.28% Stake)	2013	-64.600,00	1.314.800,00	-4,91%	917,23	8.479,35	10,82%	
			2014	36.800,00	1.279.400,00	2,88%	1.111,50	8.589,35	12,94%	
			2015	18.000,00	1.032.200,00	1,74%	1.058,25	8.527,24	12,41%	
			2016	88.900,00	968.300,00	9,18%	946,66	8.298,46	11,41%	
			2017	139.500,00	895.800,00	15,57%	1.062,45	8.797,72	12,08%	
			2018	156.300,00	975.600,00	16,02%	551,99	9.816,23	5,62%	
2019	90.100,00		749.500,00	12,02%	1.076,86	9.268,77	11,62%			
2	23/12/2015	Terna SpA	2012	1.423.400,00	1.732.800,00	82,14%	-2.711,97	1.740.027,92	-0,16%	
			2013	1.512.400,00	1.844.600,00	81,99%	28.601,26	1.523.445,72	1,88%	
			2014	1.515.300,00	1.922.800,00	78,81%	31.510,31	1.303.845,52	2,42%	
			2015	1.559.200,00	2.011.900,00	77,50%	33.361,86	1.003.670,30	3,32%	
			2016	1.542.200,00	2.032.600,00	75,87%	65.663,53	1.028.778,40	6,38%	
			2017	1.607.800,00	2.184.000,00	73,62%	57.809,96	1.182.642,82	4,89%	
			2018	1.668.000,00	2.272.500,00	73,40%	77.708,77	1.275.321,93	6,09%	
			Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Societa Elettrica Ferroviaria S.r.l.	2012	-4,64	7.327,30	-0,06%	9.483,77	47.716,97	19,88%	
			2013	-0,63	7.725,92	-0,01%	11.637,42	54.132,67	21,50%	
			2014	1,25	7.419,81	0,02%	9.960,22	48.545,52	20,52%	
			2015	207,10	7.822,69	2,65%	5.563,92	53.129,71	10,47%	
			2016	12.947,63	54.755,68	23,65%	10.572,53	50.840,08	20,80%	
			2017	100.349,30	134.799,19	74,44%	12.860,77	58.911,92	21,83%	
2018	106.138,31	137.467,02	77,21%	12.144,22	60.669,46	20,02%				
3	23/12/2016	Sirti S.p.A.	2013	5.809,00	523.540,00	1,11%	22.123,26	248.705,87	8,90%	
			2014	28.277,00	496.106,00	5,70%	17.803,95	270.913,62	6,57%	
			2015	28.404,00	611.581,00	4,64%	14.311,21	225.777,86	6,34%	
			2016	21.080,00	645.715,00	3,26%	13.501,42	172.692,96	7,82%	
			2017	15.018,00	673.777,00	2,23%	11.017,41	149.509,59	7,37%	
			2018	22.029,00	657.022,00	3,35%	8.513,74	163.594,72	5,20%	
			2019	5.429,00	652.783,00	0,83%	11.315,38	213.650,98	5,30%	
			Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			Foi & Vitali Elettrodotti Spa	2013	513,41	4.753,24	10,80%	2.151,62	25.540,64	8,42%
		2014		418,17	5.697,78	7,34%	2.397,91	32.274,10	7,43%	
		2015		512,70	7.010,12	7,31%	2.249,53	32.184,20	6,99%	
		2016		-325,95	4.197,86	-7,76%	1.983,12	30.039,12	6,60%	
		2017		-1.235,04	14.935,52	-8,27%	3.095,20	33.695,69	9,19%	
		2018		-332,20	19.499,43	-1,70%	3.434,25	45.404,36	7,56%	
2019	-2.249,73	49.245,06	-4,57%	3.638,38	44.311,94	8,21%				
4	02/01/2018	Italcementi SpA	2015	47.905,00	416.055,00	11,51%	7.070,33	86.712,87	8,15%	
			2016	77.715,00	429.295,00	18,10%	8.355,60	75.961,68	11,00%	
			2017	93.594,00	419.606,00	22,31%	4.768,73	82.001,37	5,82%	
			2018	114.528,00	483.143,00	23,70%	8.915,86	90.712,31	9,83%	
			2019	168.155,00	514.844,00	32,66%	16.233,84	97.296,36	16,68%	
			2020	125.022,00	458.237,00	27,28%	15.363,39	93.557,22	16,42%	
			2021	109.848,00	542.824,00	20,24%	9.200,70	112.331,01	8,19%	
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	

		Cementir Italia SpA	2015	5.973,00	89.258,00	6,69%	1.283,96	19.979,39	6,43%
			2016	-10.524,00	76.973,00	-13,67%	1.171,51	20.492,47	5,72%
			2017	-11.993,00	77.825,00	-15,41%	870,31	17.934,43	4,85%
			2018	-46.645,00	35.205,00	-132,50%	474,38	16.531,38	2,87%
			2019	-14.157,00	7.506,00	-188,61%	799,00	14.984,12	5,33%
			2020	-8.531,00	1.154,00	-739,25%	437,19	12.888,17	3,39%
			2021	-848,00	155,00	-547,10%	628,38	12.617,26	4,98%
5	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	02/09/2015	Autostrade per l'Italia S.p.A	2012	1.388.703,00	3.770.755,00	36,83%	107.900,83	620.346,31	17,39%
			2013	1.534.538,00	3.467.443,00	44,26%	137.483,45	549.906,35	25,00%
			2014	1.525.750,00	3.580.649,00	42,61%	175.896,26	652.727,37	26,95%
			2015	2.190.352,00	3.733.773,00	58,66%	182.819,49	610.410,81	29,95%
			2016	2.177.826,00	3.688.130,00	59,05%	178.697,75	619.156,31	28,86%
			2017	2.313.531,00	3.663.379,00	63,15%	68.450,25	831.476,55	8,23%
			2018	1.852.174,00	3.790.447,00	48,86%	78.246,94	865.997,47	9,04%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Societa Autostrada Tirrenica S.p.a. (74.95% Stake)	2012	20.476,79	30.471,14	67,20%	2.150,82	22.845,80	9,41%
		2013	20.837,40	32.072,63	64,97%	2.115,28	36.232,50	5,84%	
		2014	23.984,63	33.867,79	70,82%	687,30	35.716,52	1,92%	
		2015	27.381,43	34.717,08	78,87%	2.069,32	49.701,81	4,16%	
		2016	25.170,63	37.516,76	67,09%	1.258,22	33.828,62	3,72%	
		2017	23.627,80	39.199,64	60,28%	747,62	29.304,09	2,55%	
		2018	23.050,79	39.131,89	58,91%	-1.184,92	30.744,57	-3,85%	
6	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	02/09/2015	Recordati SpA	2013	242.730,00	941.630,00	25,78%	85.433,43	607.065,38	14,07%
			2014	277.639,00	987.356,00	28,12%	108.635,48	621.875,38	17,47%
			2015	320.711,00	1.047.676,00	30,61%	96.172,43	648.464,61	14,83%
			2016	375.895,00	1.153.942,00	32,57%	107.204,84	723.866,86	14,81%
			2017	454.661,00	1.288.123,00	35,30%	125.194,60	685.585,81	18,26%
			2018	499.079,00	1.352.235,00	36,91%	96.721,74	705.310,50	13,71%
			2019	543.967,00	1.481.848,00	36,71%	115.447,97	684.045,09	16,88%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Italchimici SpA	2013	11.733,96	48.965,82	23,96%	4.552,08	24.568,77	18,53%
		2014	11.185,19	48.463,91	23,08%	3.183,12	24.231,21	13,14%	
		2015	11.156,86	48.068,24	23,21%	3.392,90	23.143,44	14,66%	
		2016	-366,82	43.313,29	-0,85%	3.675,21	25.746,68	14,27%	
		2017	12.832,00	43.537,00	29,47%	4.431,23	26.958,15	16,44%	
		2018	14.905,00	42.487,00	35,08%	5.073,09	29.210,00	17,37%	
		2019	17.434,00	41.019,00	42,50%	5.397,28	30.795,88	17,53%	
7	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	14/04/2016	Arnoldo Mondadori Editore SpA	2013	-29.127,00	1.275.791,00	-2,28%	1.039,27	45.762,94	2,27%
			2014	63.141,00	1.177.495,00	5,36%	693,27	43.575,84	1,59%
			2015	70.132,00	1.122.831,00	6,25%	1.390,15	42.916,65	3,24%
			2016	92.801,00	1.262.911,00	7,35%	1.423,72	44.025,93	3,23%
			2017	101.839,00	1.268.268,00	8,03%	2.123,16	46.092,45	4,61%
			2018	75.523,00	891.077,00	8,48%	1.934,85	47.572,38	4,07%
			2019	100.506,00	884.860,00	11,36%	1.463,33	45.832,93	3,19%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Rizzoli Libri S.p.A.	2013	4.790,00	203.974,00	2,35%	9.803,79	78.844,86	12,43%
		2014	9.182,00	188.746,00	4,86%	10.307,33	77.981,70	13,22%	
		2015	13.451,00	187.958,00	7,16%	10.681,43	64.023,43	16,68%	
		2016	-10.443,00	166.933,00	-6,26%	11.151,82	77.073,15	14,47%	
		2017	10.057,00	129.280,00	7,78%	11.016,18	79.063,66	13,93%	
		2018	18.169,00	83.075,00	21,87%	10.614,32	83.401,76	12,73%	
		2019	15.936,00	83.146,00	19,17%	12.034,71	89.934,32	13,38%	
8	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	15/10/2018	Edison S.p.A.	2015	1.566.000,00	11.313.000,00	13,84%	264.872,17	1.269.395,04	20,87%
			2016	1.044.000,00	10.168.000,00	10,27%	302.133,95	1.440.569,43	20,97%
			2017	780.000,00	9.940.000,00	7,85%	307.257,95	1.362.282,14	22,55%
			2018	789.000,00	9.159.000,00	8,61%	329.247,99	1.710.073,04	19,25%
			2019	589.000,00	8.168.000,00	7,21%	360.945,65	1.817.365,91	19,86%

			2020	645.000,00	6.390.000,00	10,09%	216.217,41	1.531.251,43	14,12%		
			2021	835.000,00	11.739.000,00	7,11%	273.945,12	1.810.465,07	15,13%		
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS		
		Zephyro S.p.A.	2015	294,46	2.779,32	10,59%	8.511,11	96.078,72	8,86%		
			2016	23.428,74	76.432,50	30,65%	9.081,11	101.874,70	8,91%		
			2017	15.449,39	64.352,33	24,01%	9.794,26	105.233,36	9,31%		
			2018	8.235,65	70.153,95	11,74%	9.095,89	130.595,23	6,96%		
			2019	12.807,40	85.001,82	15,07%	9.077,71	118.095,84	7,69%		
			2020	-16.590,58	117.672,52	-14,10%	9.322,46	108.308,73	8,61%		
			2021	12.724,34	154.141,12	8,25%	16.683,94	151.510,12	11,01%		
9	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS		
	25/07/2018	Cartiera dell'Adda S.r.l.	2015	507,83	3.030,62	16,76%	5.073,39	51.774,17	9,80%		
			2016	7.738,96	47.992,28	16,13%	5.549,36	52.556,06	10,56%		
			2017	10.247,90	54.510,96	18,80%	6.100,81	57.024,65	10,70%		
			2018	19.881,94	58.913,39	33,75%	8.682,12	61.829,13	14,04%		
			2019	14.744,11	52.088,90	28,31%	6.988,91	58.043,51	12,04%		
			2020	9.621,65	49.053,07	19,61%	6.517,41	52.669,95	12,37%		
			2021	7.662,33	68.447,37	11,19%	7.533,24	68.775,58	10,95%		
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS		
	25/07/2018	Industria Cartaria Pieretti SpA	2015	6.195,94	52.492,60	11,80%	4.440,86	49.977,01	8,89%		
			2016	5.842,05	50.344,16	11,60%	5.434,29	51.472,77	10,56%		
			2017	6.019,62	55.642,19	10,82%	5.054,33	53.643,78	9,42%		
			2018	11.798,54	58.767,01	20,08%	6.048,02	57.684,29	10,48%		
			2019	9.900,46	54.720,22	18,09%	6.112,45	57.274,26	10,67%		
2020			5.790,41	46.054,96	12,57%	6.013,62	52.358,27	11,49%			
2021			1.707,58	60.654,55	2,82%	6.463,79	66.337,29	9,74%			
Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS			
10	29/01/2016	IREN S.p.A.	2013	641.061,00	3.228.038,00	19,86%	- 135,89	1.248,40	-10,89%		
			2014	551.291,00	2.633.866,00	20,93%	40,26	1.185,37	3,40%		
			2015	688.941,00	2.849.677,00	24,18%	-14,19	1.184,00	-1,20%		
			2016	793.877,00	3.042.735,00	26,09%	211,16	1.216,91	17,35%		
			2017	794.572,00	3.448.664,00	23,04%	159,97	1.589,21	10,07%		
			2018	922.973,00	3.764.386,00	24,52%	215,34	1.729,13	12,45%		
			2019	920.383,00	3.537.250,00	26,02%	220,65	1.733,16	12,73%		
				Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			29/01/2016	TRM S.p.a (51% Stake)	2013	11.943,31	13.518,24	88,35%	6.061,09	47.337,50	12,80%
	2014	47.387,49			55.536,34	85,33%	7.144,11	49.250,29	14,51%		
2015	47.647,98	64.501,92			73,87%	7.446,64	52.879,00	14,08%			
2016	38.647,56	57.680,61			67,00%	4.400,19	52.915,97	8,32%			
2017	61.785,46	70.684,31			87,41%	7.969,79	57.818,38	13,78%			
2018	65.344,97	75.882,31			86,11%	8.494,06	62.775,01	13,53%			
2019	63.574,48	77.029,43			82,53%	9.358,68	75.623,12	12,38%			
Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS			
11	14/04/2016	Vianini SpA	2013	-570,00	6.637,00	-8,59%	34,26	546,27	6,27%		
			2014	-541,00	11.455,00	-4,72%	40,86	625,63	6,53%		
			2015	628,00	11.214,00	5,60%	73,85	758,27	9,74%		
			2016	1.015,00	16.673,00	6,09%	107,55	917,87	11,72%		
			2017	6.608,00	22.060,00	29,95%	147,73	1.074,06	13,75%		
			2018	6.508,00	28.977,00	22,46%	40,49	708,65	5,71%		
			2019	6.629,00	13.320,00	49,77%	-27,38	350,10	-7,82%		
				Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			14/04/2016	Domus Italia SpA						#DIV/0!	#DIV/0!
	2015	1.928,24			34.888,82	5,53%	2.032,59	23.352,71	8,70%		
2016	-13,99	12.818,16			-0,11%	2.870,80	26.137,09	10,98%			
2017	4.126,75	8.398,61			49,14%	3.025,16	26.423,45	11,45%			
2018	2.376,30	3.510,72			67,69%	3.721,19	27.549,74	13,51%			
2019	2.306,76	3.829,90	60,23%	4.360,13	28.625,16	15,23%					
Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS			
12	03/12/2018	Gruppo Sodalìs Srl	2015	65.190,22	388.321,31	16,79%	5.816,01	52.831,02	11,01%		
			2016	70.407,87	413.087,29	17,04%	6.240,65	56.380,47	11,07%		

			2017	92.478,00	556.516,53	16,62%	6.326,03	58.040,12	10,90%
			2018	93.449,85	422.264,75	22,13%	6.811,99	62.486,80	10,90%
			2019	108.247,20	551.000,91	19,65%	7.242,26	63.920,86	11,33%
			2020	132.956,15	585.232,81	22,72%	8.803,32	65.231,21	13,50%
			2021	128.790,40	599.282,55	21,49%	8.378,45	68.269,92	12,27%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Deborah Group S.r.l.	2015	6.790,83	68.785,94	9,87%	5.950,40	64.525,56	9,22%
			2016	4.273,13	71.461,71	5,98%	8.091,57	71.386,59	11,33%
			2017	4.967,60	71.254,15	6,97%	9.444,36	75.000,86	12,59%
			2018	4.620,32	70.964,09	6,51%	7.596,58	75.310,01	10,09%
			2019	3.142,62	65.573,04	4,79%	7.523,13	73.275,36	10,27%
			2020	1.976,11	44.101,87	4,48%	5.681,16	66.645,92	8,52%
			2021	12.280,46	70.395,30	17,45%	4.973,39	70.522,70	7,05%
13	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	29/04/2016	Inalca S.p.A.	2013	124.889,00	1.542.742,00	8,10%	21.163,48	370.666,22	5,71%
			2014	121.280,00	1.471.063,00	8,24%	21.050,17	366.983,48	5,74%
			2015	112.001,00	1.454.026,00	7,70%	18.297,75	368.509,12	4,97%
			2016	117.890,00	1.743.715,00	6,76%	21.782,59	374.707,35	5,81%
			2017	108.475,00	1.944.698,00	5,58%	21.026,19	397.129,42	5,29%
			2018	117.863,00	2.030.222,00	5,81%	26.282,84	420.438,99	6,25%
			2019	139.397,00	2.218.839,00	6,28%	28.150,73	444.261,08	6,34%
	Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
	Unipeg Soc.Coop.Agricola	2013	1.989,81	475.307,32	0,42%	48,99	1.744,29	2,81%	
2014		2.033,18	434.041,12	0,47%	49,36	1.462,33	3,38%		
2015		-4.775,69	418.069,54	-1,14%	49,77	1.656,44	3,00%		
2016		22.294,03	124.542,07	17,90%	-63,38	1.660,21	-3,82%		
2017		217,60	2.012,26	10,81%	177,78	1.518,86	11,70%		
							#DIV/0!	#DIV/0!	
							#DIV/0!	#DIV/0!	
14	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	30/09/2015	R.T.I. S.p.A.	2012	764.977,00	2.277.465,00	33,59%	4.631,00	21.769,21	21,27%
			2013	822.010,00	2.105.272,00	39,05%	2.491,50	19.654,70	12,68%
			2014	710.537,00	1.979.403,00	35,90%	2.703,10	20.518,79	13,17%
			2015	524.152,00	1.502.510,00	34,89%	3.103,72	20.907,70	14,84%
			2016	343.868,00	1.539.799,00	22,33%	3.448,67	21.375,83	16,13%
			2017	494.846,00	1.541.530,00	32,10%	4.477,25	21.684,77	20,65%
			2018	431.439,00	1.605.797,00	26,87%	5.152,04	21.423,38	24,05%
	Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
	Monradio S.r.l (80% Stake)	2012	-1.085,58	13.884,30	-7,82%	274,44	4.680,74	5,86%	
2013		-4.246,03	11.315,94	-37,52%	227,51	4.365,03	5,21%		
2014		-4.358,77	11.686,86	-37,30%	141,58	4.184,37	3,38%		
2015		-3.463,00	10.095,00	-34,30%	414,45	3.981,49	10,41%		
2016		-2.751,00	11.245,00	-24,46%	261,91	4.143,88	6,32%		
2017		-3.688,00	13.450,00	-27,42%	758,49	4.396,93	17,25%		
2018		-704,00	15.082,00	-4,67%	1.290,08	6.601,47	19,54%		
15	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	03/05/2016	Rimorchiatori Riuniti S.p.A.	2013	35.289,44	100.735,07	35,03%	1.233,96	7.594,47	16,25%
			2014	46.562,41	107.894,13	43,16%	1.057,82	11.357,42	9,31%
			2015	61.550,00	116.531,00	52,82%	1.103,29	11.157,69	9,89%
			2016	57.743,00	137.062,00	42,13%	105,15	8.537,53	1,23%
			2017	65.311,00	144.685,00	45,14%	2.269,32	6.582,31	34,48%
			2018	74.476,00	183.804,00	40,52%	1.021,38	6.029,43	16,94%
			2019	64.941,00	169.669,00	38,28%	779,54	4.575,51	17,04%
	Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
	Rimorchiatori Augusta S.p.A.	2013	3.780,00	32.099,26	11,78%	9.262,21	77.731,46	11,92%	
2014		6.195,28	24.154,78	25,65%	8.402,29	68.879,27	12,20%		
2015		8.667,96	26.149,32	33,15%	13.442,82	59.579,91	22,56%		
2016		11.017,29	27.756,56	39,69%	15.281,27	62.679,42	24,38%		
2017		10.958,00	30.094,00	36,41%	10.536,19	58.581,60	17,99%		
2018		10.913,00	29.848,00	36,56%	6.449,34	63.403,08	10,17%		
2019		6.610,00	13.237,00	49,94%	8.114,01	60.545,16	13,40%		

16	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	04/05/2018	I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.	2015	146.745,00	1.109.537,00	13,23%	28.985,78	329.955,54	8,78%
			2016	179.387,00	1.310.846,00	13,68%	35.764,17	352.164,86	10,16%
			2017	204.615,00	1.444.730,00	14,16%	36.265,90	384.058,21	9,44%
			2018	252.032,00	1.500.371,00	16,80%	36.044,85	405.279,67	8,89%
			2019	272.809,00	1.595.527,00	17,10%	38.607,07	407.401,88	9,48%
			2020	244.338,00	1.490.472,00	16,39%	37.806,55	417.473,92	9,06%
			2021	296.935,00	1.688.317,00	17,59%	50.358,26	481.882,49	10,45%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	Tissue Machinery Company (82.5% Stake)	2015	3.698,63	55.665,58	6,64%	1.582,64	24.339,46	6,50%	
		2016	2.967,49	50.602,52	5,86%	2.820,68	25.208,27	11,19%	
		2017	1.248,90	49.391,86	2,53%	3.262,12	28.386,26	11,49%	
		2018	-4.695,16	40.229,81	-11,67%	3.906,64	31.043,78	12,58%	
		2019	3.546,00	46.531,00	7,62%	3.257,02	33.289,33	9,78%	
2020		1.477,00	38.385,00	3,85%	3.612,86	29.872,52	12,09%		
2021		2.160,00	35.255,00	6,13%	4.487,00	36.011,02	12,46%		
17	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	24/02/2016	Recipharm Italia S.p.A	2013	74,62	1.681,75	4,44%	1.893,58	13.637,35	13,89%
			2014	-30,64	2.162,31	-1,42%	1.781,83	16.303,28	10,93%
			2015	-8,40	2.024,86	-0,41%	2.475,48	19.248,30	12,86%
			2016	-53,49	2.589,71	-2,07%	2.189,35	17.382,43	12,60%
			2017	301,77	3.227,78	9,35%	1.759,01	26.776,58	6,57%
			2018	-309,81	2.789,37	-11,11%	2.114,52	26.409,22	8,01%
			2019	-141,00	4.541,46	-3,10%	2.945,60	29.402,11	10,02%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	Mitim S.r.l.	2013	634,48	27.048,09	2,35%	4.683,42	26.491,28	17,68%	
		2014	1.492,66	30.347,59	4,92%	5.141,35	28.258,52	18,19%	
		2015	7.396,91	48.406,28	15,28%	5.442,78	36.610,81	14,87%	
		2016	6.900,65	43.281,45	15,94%	6.570,03	43.450,93	15,12%	
		2017	7.944,84	47.116,35	16,86%	8.041,99	49.773,46	16,16%	
2018		8.954,38	50.088,20	17,88%	7.689,38	49.927,31	15,40%		
2019		7.622,00	46.898,00	16,25%	12.934,98	37.409,42	34,58%		
18	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	14/10/2016	Sabelli S.p.A.	2013	-293,74	66.519,16	-0,44%	5.535,14	75.717,47	7,31%
			2014	4.367,58	67.215,29	6,50%	6.091,25	78.181,10	7,79%
			2015	8.128,94	68.601,64	11,85%	6.235,72	78.059,30	7,99%
			2016	8.786,67	73.260,83	11,99%	6.387,11	83.473,64	7,65%
			2017	6.282,81	80.934,50	7,76%	5.960,33	91.563,36	6,51%
			2018	6.202,39	86.017,12	7,21%	6.583,31	93.786,57	7,02%
			2019	3.903,05	97.014,22	4,02%	7.060,01	100.685,40	7,01%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	Trevisanalat s.p.a. (79% Stake)	2013	931,91	52.440,63	1,78%	2.319,67	42.026,16	5,52%	
		2014	2.675,69	46.286,07	5,78%	2.578,12	42.598,94	6,05%	
		2015	4.358,99	47.542,20	9,17%	3.595,36	43.970,68	8,18%	
		2016	2.730,22	50.875,24	5,37%	4.744,96	46.699,28	10,16%	
		2017	614,44	54.618,24	1,12%	5.327,17	52.003,96	10,24%	
2018		2.275,24	56.934,38	4,00%	6.418,74	52.693,73	12,18%		
2019		658,29	55.783,37	1,18%	5.507,32	60.710,55	9,07%		
19	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	25/10/2018	Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa	2015	25.845,08	120.382,96	21,47%	4.187,12	59.104,83	7,08%
			2016	32.512,08	155.220,93	20,95%	3.155,98	67.773,36	4,66%
			2017	43.023,17	219.942,72	19,56%	5.123,58	79.206,01	6,47%
			2018	45.686,89	306.573,81	14,90%	6.111,68	87.655,79	6,97%
			2019	61.152,17	387.896,74	15,77%	7.273,27	98.399,87	7,39%
			2020	10.212,08	223.235,08	4,57%	-940,93	66.085,15	-1,42%
			2021	21.565,50	263.585,14	8,18%	2.915,84	82.417,27	3,54%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	Temakinho Italia SRL	2015	340,45	2.525,84	13,48%	650,23	11.821,51	5,50%	
		2016	233,01	91,52	254,59%	748,95	12.413,61	6,03%	
		2017	1.553,54	17.666,34	8,79%	925,84	14.397,12	6,43%	

			2018	3.000,05	21.680,84	13,84%	1.194,65	17.972,23	6,65%
			2019	739,32	24.698,05	2,99%	1.659,88	20.872,54	7,95%
			2020	-631,83	18.410,89	-3,43%	285,99	15.186,98	1,88%
			2021	-0,09	21.823,15	0,00%	1.031,41	21.588,01	4,78%
20	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	24/03/2016	Tinexta S.p.A.	2014	11.716,10	75.602,22	15,50%	18.669,16	#DIV/0!	#DIV/0!
			2015	25.406,00	126.441,00	20,09%	17.415,39	90.161,91	19,32%
			2016	28.868,00	145.462,00	19,85%	3.205,62	45.109,26	7,11%
			2017	34.383,00	172.782,00	19,90%	9.441,70	40.928,41	23,07%
			2018	65.656,00	236.526,00	27,76%	12.790,44	59.339,53	21,55%
			2019	70.319,00	256.450,00	27,42%	11.824,33	55.429,87	21,33%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Co.Mark S.p.A. (70% Stake)	2013	3.656,98	11.911,20	30,70%	1.555,18	12.786,84	12,16%
	2014		4.436,34	13.751,95	32,26%	986,35	8.772,29	11,24%	
2015	4.404,75		14.623,06	30,12%	1.312,71	9.375,17	14,00%		
2016	6.805,79		17.993,97	37,82%	1.028,64	8.608,03	11,95%		
2017	6.357,00		16.541,00	38,43%	1.508,42	9.656,78	15,62%		
2018	6.317,00		17.568,00	35,96%	2.063,90	11.050,57	18,68%		
		2019	5.635,00	15.876,00	35,49%	2.792,04	11.714,00	23,84%	
21	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	30/11/2017	Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa	2014	20.724,66	94.042,98	22,04%	3.985,22	50.705,80	7,86%
			2015	25.845,08	120.382,96	21,47%	4.187,12	59.104,83	7,08%
			2016	32.512,08	155.220,93	20,95%	3.155,98	67.773,36	4,66%
			2017	43.023,17	219.942,72	19,56%	5.123,58	79.206,01	6,47%
			2018	45.686,89	306.573,81	14,90%	6.111,68	87.655,79	6,97%
			2019	61.152,17	387.896,74	15,77%	7.273,27	98.399,87	7,39%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		America Graffiti Franchising S.r.l.	2014	1.086,20	2.056,25	52,82%	359,91	5.446,66	6,61%
	2015		1.725,32	5.246,06	32,89%	301,18	5.039,83	5,98%	
2016	2.531,15		7.049,33	35,91%	305,01	4.700,49	6,49%		
2017	2.667,86		11.362,99	23,48%	361,82	4.914,84	7,36%		
2018	1.873,26		12.969,23	14,44%	300,68	6.068,19	4,95%		
2019	2.422,42		14.461,80	16,75%	327,99	7.784,48	4,21%		
		2020	449,58	7.340,37	6,12%	- 403,28	5.342,37	-7,55%	
22	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	08/09/2017	Indel B S.p.A.	2014	9.094,59	76.124,16	11,95%	7.427,35	68.325,53	10,87%
			2015	13.269,50	93.181,71	14,24%	7.143,79	66.756,25	10,70%
			2016	13.407,00	88.082,00	15,22%	7.388,62	68.320,17	10,81%
			2017	15.975,00	116.800,00	13,68%	7.577,66	72.221,20	10,49%
			2018	22.218,00	146.750,00	15,14%	6.720,99	73.700,10	9,12%
			2019	21.300,00	152.363,00	13,98%	6.902,79	75.338,08	9,16%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Autoclima S.p.A.	2014	2.088,17	22.350,66	9,34%	3.483,03	28.039,05	12,42%
	2015		2.490,70	23.988,85	10,38%	4.205,86	30.056,92	13,99%	
2016	3.160,51		28.949,82	10,92%	4.945,06	33.497,67	14,76%		
2017	3.252,25		31.482,15	10,33%	5.546,94	36.316,97	15,27%		
2018	4.204,90		33.050,59	12,72%	4.026,16	35.528,92	11,33%		
2019	3.825,50		34.352,80	11,14%	4.173,05	36.240,96	11,51%		
		2020	3.217,29	28.848,22	11,15%	3.039,32	30.927,81	9,83%	
23	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	30/11/2017	Tinexta S.p.A.	2014	11.716,00	75.602,22	15,50%	18.669,16	80.395,51	23,22%
			2015	25.406,00	126.441,00	20,09%	17.415,39	90.161,91	19,32%
			2016	28.868,00	145.462,00	19,85%	3.205,62	45.109,26	7,11%
			2017	34.383,00	172.782,00	19,90%	9.441,70	40.928,41	23,07%
			2018	65.656,00	236.526,00	27,76%	12.790,44	59.339,53	21,55%
			2019	70.319,00	256.450,00	27,42%	11.824,33	55.429,87	21,33%
	Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
		2020	77.283,00	266.219,00	29,03%	12.679,84	55.815,80	22,72%	

		Warrant Hub SpA (70% Stake)	2014	555,29	12.386,00	4,48%	3.618,76	48.294,23	7,49%
			2015	2.541,64	15.548,12	16,35%	3.604,24	51.409,67	7,01%
			2016	6.510,83	21.363,20	30,48%	3.909,83	53.762,24	7,27%
			2017	15.382,33	34.434,01	44,67%	2.709,11	48.599,54	5,57%
			2018	24.060,78	49.095,57	49,01%	3.568,00	51.552,40	6,92%
			2019	29.479,00	59.912,00	49,20%	3.813,93	56.453,81	6,76%
			2020	29.278,00	60.321,00	48,54%	5.411,39	58.382,40	9,27%
24	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	23/11/2018	Carel Industries SpA	2015	37.511,28	203.554,38	18,43%	10.003,94	53.657,70	18,64%
			2016	42.493,74	230.985,81	18,40%	12.697,91	61.205,81	20,75%
			2017	50.564,00	255.449,00	19,79%	11.604,10	66.822,80	17,37%
			2018	46.767,00	280.221,00	16,69%	11.210,49	69.858,65	16,05%
			2019	63.096,00	327.358,00	19,27%	14.677,21	76.936,06	19,08%
			2020	64.120,00	331.610,00	19,34%	13.036,99	70.041,22	18,61%
			2021	85.090,00	420.418,00	20,24%	14.288,40	84.909,78	16,83%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Recuperator S.p.A.	2015	1.320,77	13.008,07	10,15%	1.491,66	11.196,44	13,32%
		2016	1.792,81	16.203,07	11,06%	1.441,25	11.955,29	12,06%	
		2017	1.669,59	16.351,70	10,21%	1.855,27	15.796,81	11,74%	
		2018	845,94	16.522,67	5,12%	2.285,29	17.381,98	13,15%	
		2019	1.782,78	18.858,48	9,45%	2.152,37	15.121,76	14,23%	
		2020	1.468,07	15.580,46	9,42%	1.829,44	16.199,34	11,29%	
		2021	1.294,42	17.589,27	7,36%	2.303,09	17.572,33	13,11%	
25	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	27/09/2017	Mittel Private Equity SpA	2014	-24.317,00	5.360,00	-453,68%	1.072,08	22.220,15	4,82%
			2015	-17.310,00	5.195,00	-333,21%	1.310,32	25.364,33	5,17%
			2016	-14.378,00	5.195,00	-276,77%	2.134,99	21.651,51	9,86%
			2017	-14.378,00	70.633,00	-20,36%	2.510,44	27.017,83	9,29%
			2018	8.701,00	113.925,00	7,64%	2.343,14	26.374,97	8,88%
			2019	19.260,00	141.256,00	13,63%	1.797,35	24.950,59	7,20%
			2020	20.479,00	168.676,00	12,14%	1.477,34	21.581,57	6,85%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Industria Metallurgica Carmagnolese Srl (75% Stake)	2014	12.297,39	39.761,52	30,93%	3.072,34	33.503,30	9,17%
		2015	12.166,69	48.808,73	24,93%	3.493,07	37.300,01	9,36%	
		2016	11.067,34	43.162,32	25,64%	3.678,61	36.699,06	10,02%	
		2017	11.630,90	41.530,00	28,01%	3.887,07	35.629,11	10,91%	
		2018	8.949,24	38.478,06	23,26%	2.535,58	29.398,55	8,62%	
		2019	3.781,40	29.072,14	13,01%	1.855,55	28.384,60	6,54%	
		2020	5.014,66	26.725,36	18,76%	1.745,34	24.403,67	7,15%	
26	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	23/12/2015	HERAmbiente S.p.A.	2012	124.249,00	343.277,00	36,19%	9.400,33	63.319,44	14,85%
			2013	145.125,00	386.844,00	37,52%	20.586,93	90.191,09	22,83%
			2014	141.632,00	420.283,00	33,70%	24.522,40	114.258,93	21,46%
			2015	141.801,00	424.077,00	33,44%	25.900,35	130.710,27	19,82%
			2016	135.135,00	516.157,00	26,18%	30.380,47	126.282,41	24,06%
			2017	145.573,00	584.771,00	24,89%	30.748,57	138.385,37	22,22%
			2018	153.500,00	618.900,00	24,80%	34.832,50	161.804,38	21,53%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Waste Recycling S.p.A.	2012	3.236,84	26.350,79	12,28%	10.284,59	78.928,87	13,03%
		2013	4.292,88	28.655,03	14,98%	9.848,29	77.070,50	12,78%	
		2014	5.390,70	31.103,58	17,33%	10.161,07	77.756,41	13,07%	
		2015	4.104,83	33.797,39	12,15%	9.715,29	76.149,45	12,76%	
		2016	5.988,79	35.423,64	16,91%	9.218,75	72.361,63	12,74%	
		2017	3.736,09	48.635,21	7,68%	9.584,78	80.359,96	11,93%	
		2018	5.141,30	62.190,81	8,27%	9.577,38	80.073,37	11,96%	
27	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	03/07/2017	Emak S.p.A.	2014	32.120,00	354.757,00	9,05%	9.313,49	109.625,07	8,50%
			2015	36.741,00	381.579,00	9,63%	8.996,47	115.822,82	7,77%
			2016	40.531,00	391.879,00	10,34%	10.241,46	121.782,77	8,41%
			2017	44.674,00	422.155,00	10,58%	11.544,77	129.463,93	8,92%
			2018	50.671,00	452.825,00	11,19%	11.786,55	135.871,92	8,67%

			2019	46.992,00	433.953,00	10,83%	12.909,62	143.424,12	9,00%	
			2020	56.777,00	469.778,00	12,09%	12.341,91	123.631,76	9,98%	
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
		Lavorwash S.p.A. (83.1% Stake)	2014	6.398,86	62.116,41	10,30%	5.676,67	54.110,02	10,49%	
			2015	5.928,46	54.305,02	10,92%	6.311,08	59.498,65	10,61%	
			2016	6.682,20	54.175,40	12,33%	7.313,18	61.708,88	11,85%	
			2017	7.053,28	53.791,99	13,11%	7.784,38	67.598,48	11,52%	
			2018	8.590,40	56.867,06	15,11%	8.933,01	73.854,30	12,10%	
			2019	4.783,99	55.631,56	8,60%	8.185,28	76.263,43	10,73%	
			2020	5.637,46	57.686,43	9,77%	8.716,98	73.583,39	11,85%	
28	17/09/2018	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			Voilap Holding Srl	2015	14.595,52	105.905,94	13,78%	3.778,30	55.225,40	6,84%
				2016	25.162,00	239.194,00	10,52%	4.147,70	54.342,18	7,63%
				2017	38.689,00	262.569,00	14,73%	5.044,15	74.162,32	6,80%
				2018	40.101,00	287.234,00	13,96%	3.882,66	72.969,29	5,32%
				2019	44.352,00	305.498,00	14,52%	3.982,03	68.252,47	5,83%
				2020	26.646,00	255.330,00	10,44%	4.293,09	52.905,75	8,11%
				2021	43.090,00	292.907,00	14,71%	5.903,26	56.907,81	10,37%
			Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			Imecon Engineering S.r.l. (70% Stake)	2015	1.260,55	13.403,21	9,40%	498,97	3.615,57	13,80%
		2016	1.372,75	18.653,05	7,36%	943,31	5.108,79	18,46%		
		2017	7.083,43	24.003,48	29,51%	1.063,46	4.684,85	22,70%		
		2018	5.900,11	24.577,77	24,01%	1.029,53	5.276,30	19,51%		
		2019	3.125,12	19.067,66	16,39%	1.161,12	5.245,16	22,14%		
		2020	-5.907,39	6.757,13	-87,42%	476,69	3.713,49	12,84%		
		2021	-3.114,19	4.907,03	-63,46%	464,22	4.789,96	9,69%		
29	13/12/2017	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			Gennaro Auricchio S.p.A.	2014	9.735,38	177.976,74	5,47%	7.823,89	123.664,49	6,33%
				2015	11.113,75	166.628,84	6,67%	9.113,37	127.526,79	7,15%
				2016	10.963,00	175.387,70	6,25%	9.434,69	128.202,88	7,36%
				2017	11.774,68	207.245,69	5,68%	7.815,65	140.586,66	5,56%
				2018	13.273,35	233.134,17	5,69%	8.316,35	148.080,12	5,62%
				2019	10.803,84	247.459,79	4,37%	8.340,27	148.625,32	5,61%
				2020	11.256,88	257.636,43	4,37%	7.895,86	151.018,19	5,23%
			Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			Cascine Emiliane SpA (90% Stake)	2014	1.328,19	38.845,32	3,42%	1.532,92	46.012,13	3,33%
		2015	1.305,71	36.802,85	3,55%	1.712,75	44.506,57	3,85%		
		2016	1.427,08	40.731,50	3,50%	1.487,40	48.938,24	3,04%		
		2017	2.147,85	48.554,07	4,42%	1.748,01	54.313,91	3,22%		
		2018	1.924,96	48.511,64	3,97%	2.237,76	56.063,52	3,99%		
		2019	3.383,02	62.118,70	5,45%	2.364,87	61.910,06	3,82%		
		2020	-716,14	56.391,50	-1,27%	1.929,65	56.738,65	3,40%		
30	06/04/2018	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			Italgas S.p.A.	2016	105.000,00	248.000,00	42,34%	4.648,80	52.686,67	8,82%
				2017	772.473,00	1.570.929,00	49,17%	6.621,92	58.910,27	11,24%
				2018	854.828,00	1.583.752,00	53,97%	9.497,00	68.435,30	13,88%
				2019	917.964,00	1.820.020,00	50,44%	8.933,47	64.311,15	13,89%
				2020	1.051.325,00	2.058.442,00	51,07%	3.528,10	58.143,56	6,07%
				2021	1.038.733,00	2.098.463,00	49,50%	10.633,40	89.327,94	11,90%
			Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			Medea S.p.A.	2015	2.228,73	7.520,20	29,64%	5.001,25	58.319,26	8,58%
				2016	2.640,70	7.358,94	35,88%	5.096,51	51.526,91	9,89%
		2017	2.348,39	8.312,65	28,25%	4.188,36	57.149,28	7,33%		
		2018	2.415,25	8.833,23	27,34%	5.264,98	63.519,97	8,29%		
		2019	4.816,00	17.707,00	27,20%	4.850,11	69.952,04	6,93%		
		2020	4.877,00	113.907,00	4,28%	7.808,45	67.914,06	11,50%		
		2021	11.863,00	123.336,00	9,62%	7.233,08	108.337,03	6,68%		
31	03/04/2017	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			Ascopiave SpA	2014	81.019,00	585.300,00	13,84%	11.902,73	70.788,24	16,81%
		2015	82.338,00	581.656,00	14,16%	14.386,17	81.959,83	17,55%		

			2016	96.075,00	497.689,00	19,30%	14.968,02	85.567,72	17,49%	
			2017	84.409,00	532.792,00	15,84%	14.751,75	90.353,60	16,33%	
			2018	80.036,00	581.652,00	13,76%	13.881,81	89.268,81	15,55%	
			2019	44.899,00	124.911,00	35,94%	14.441,97	89.367,66	16,16%	
			2020	64.452,00	163.896,00	39,32%	9.881,68	76.337,54	12,94%	
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
		Pasubio Group S.p.A.	2014	3.235,67	4.240,80	76,30%	2.290,98	8.198,73	27,94%	
			2015	3.394,56	4.024,11	84,36%	2.439,74	8.753,62	27,87%	
			2016	2.396,36	3.550,69	67,49%	2.254,27	9.817,41	22,96%	
			2017	2.129,68	12.256,34	17,38%	2.339,62	9.863,27	23,72%	
			2018	3.133,06	12.962,64	24,17%	2.281,61	10.074,85	22,65%	
			2019	1.875,09	11.791,43	15,90%	2.247,86	10.569,27	21,27%	
			2020	2.349,97	12.076,44	19,46%	1.893,22	9.021,96	20,98%	
	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
32	05/05/2016	Interpump Group S.p.A.	2013	102.362,00	556.513,00	18,39%	5.629,33	76.254,64	7,38%	
			2014	135.264,00	671.999,00	20,13%	5.949,13	71.268,52	8,35%	
			2015	179.650,00	894.928,00	20,07%	6.458,34	80.024,68	8,07%	
			2016	197.428,00	922.818,00	21,39%	6.393,34	84.288,32	7,59%	
			2017	248.648,00	1.086.547,00	22,88%	7.749,16	97.641,75	7,94%	
			2018	286.223,00	1.279.167,00	22,38%	9.086,20	107.932,59	8,42%	
			2019	315.594,00	1.368.618,00	23,06%	9.602,27	117.301,53	8,19%	
			Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			Tubiflex S.p.A. (80% Stake)	2013	4.123,53	21.975,43	18,76%	-67,57	14.123,33	-0,48%
				2014	4.792,05	22.749,71	21,06%	1.363,25	15.625,42	8,72%
				2015	5.330,10	22.816,25	23,36%	1.346,34	16.087,67	8,37%
				2016	4.358,22	20.379,79	21,38%	1.375,00	14.992,41	9,17%
				2017	4.819,84	22.526,65	21,40%	1.826,07	17.728,25	10,30%
	2018	5.122,96		22.884,80	22,39%	2.061,70	20.040,72	10,29%		
	2019	5.706,47	24.212,55	23,57%	1.898,98	20.079,63	9,46%			
	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
33	30/12/2016	Gruppo Societa' Gas Rimini Spa	2013	43.277,93	232.969,35	18,58%	25.133,73	340.625,07	7,38%	
			2014	38.627,52	208.565,91	18,52%	19.066,32	322.059,78	5,92%	
			2015	40.063,08	216.580,85	18,50%	20.368,61	252.579,73	8,06%	
			2016	45.136,53	201.559,91	22,39%	35.484,36	252.890,97	14,03%	
			2017	50.611,57	283.103,64	17,88%	36.949,86	214.689,91	17,21%	
			2018	41.830,07	368.345,30	11,36%	30.211,16	293.046,22	10,31%	
			2019	46.858,79	454.647,43	10,31%	35.384,41	301.428,78	11,74%	
			Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			Astea Energia SPA (70% Stake)	2013	3.552,07	57.467,87	6,18%	3.226,33	66.849,84	4,83%
				2014	2.822,94	57.397,78	4,92%	5.922,61	59.978,25	9,87%
				2015	4.009,63	54.519,27	7,35%	5.226,77	68.196,83	7,66%
				2016	3.360,57	50.578,48	6,64%	6.405,34	69.763,14	9,18%
				2017	3.321,66	51.917,13	6,40%	5.361,80	68.061,77	7,88%
	2018	4.405,10		59.976,31	7,34%	6.050,90	77.616,07	7,80%		
	2019	3.509,23	65.795,53	5,33%	6.310,46	103.364,01	6,11%			
	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
34	30/05/2018	Snam SpA	2015	2.860.000,00	3.856.000,00	74,17%	261.588,50	1.148.390,25	22,78%	
			2016	1.944.000,00	2.419.000,00	80,36%	289.265,83	1.300.259,30	22,25%	
			2017	2.015.000,00	2.493.000,00	80,83%	296.966,49	1.225.416,69	24,23%	
			2018	2.069.000,00	2.555.000,00	80,98%	317.159,72	1.566.011,69	20,25%	
			2019	2.177.000,00	2.635.000,00	82,62%	342.083,37	1.674.889,72	20,42%	
			2020	2.169.000,00	2.735.000,00	79,31%	208.456,96	1.463.937,50	14,24%	
			2021	2.234.000,00	3.285.000,00	68,01%	280.915,37	1.737.781,69	16,17%	
			Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			TEP Energy Solution S.r.l. (82% Stake)	2015	411,77	32.919,69	1,25%	8.465,05	126.948,19	6,67%
				2016	309,00	37.099,37	0,83%	9.619,03	115.673,59	8,32%
				2017	5.792,26	63.170,39	9,17%	18.133,53	135.444,93	13,39%
				2018	1.752,89	8.034,04	21,82%	17.604,96	117.441,66	14,99%
				2019	-5.076,61	24.063,69	-21,10%	18.799,75	106.641,60	17,63%
	2020	3.184,25		57.659,14	5,52%	13.279,07	110.586,55	12,01%		
	2021	22.560,52	206.627,33	10,92%	18.831,98	129.279,18	14,57%			

35	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	22/06/2017	Mittel Private Equity SpA	2014	-23.769,00	4.258,00	-558,22%	1.072,08	22.220,15	4,82%
			2015	-24.317,00	5.360,00	-453,68%	1.310,32	25.364,33	5,17%
			2016	-17.310,00	5.195,00	-333,21%	2.134,99	21.651,51	9,86%
			2017	-14.378,00	70.633,00	-20,36%	2.510,44	27.017,83	9,29%
			2018	8.701,00	113.925,00	7,64%	2.343,14	26.374,97	8,88%
			2019	19.260,00	141.256,00	13,63%	1.797,35	24.950,59	7,20%
			2020	20.479,00	168.676,00	12,14%	1.477,34	21.581,57	6,85%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	Ceramica Cielo S.p.A. (80% Stake)	2014	2.917,41	14.212,68	20,53%	1.116,80	16.830,34	6,64%	
		2015	3.326,11	15.037,22	22,12%	887,12	18.036,38	4,92%	
		2016	3.988,05	18.116,86	22,01%	1.927,44	19.988,00	9,64%	
		2017	5.874,07	22.322,74	26,31%	2.330,90	21.729,94	10,73%	
		2018	6.800,53	26.580,90	25,58%	2.539,54	20.889,62	12,16%	
2019		8.047,63	28.696,11	28,04%	2.269,09	22.675,08	10,01%		
2020		5.701,09	27.064,15	21,07%	2.712,03	21.368,09	12,69%		
36	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	13/12/2016	Coeclerici S.p.A.	2013	27.836,00	651.803,00	4,27%	1.411,85	17.830,60	7,92%
			2014	24.531,00	588.628,00	4,17%	3.141,33	43.465,95	7,23%
			2015	10.292,00	683.981,00	1,50%	4.081,78	55.168,59	7,40%
			2016	30.561,00	621.037,00	4,92%	4.338,32	53.163,89	8,16%
			2017	47.984,00	868.805,00	5,52%	3.965,50	60.601,68	6,54%
			2018	61.400,00	942.632,00	6,51%	4.369,87	74.960,44	5,83%
			2019	26.364,00	869.327,00	3,03%	7.275,47	89.779,94	8,10%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	IMS Deltamatic S.p.A. (67% Stake)	2013	3.414,38	51.264,06	6,66%	4.309,68	36.071,58	11,95%	
		2014	2.163,52	54.376,90	3,98%	4.217,10	38.848,68	10,86%	
		2015	3.613,70	59.042,63	6,12%	5.427,29	44.782,13	12,12%	
		2016	-639,23	48.509,66	-1,32%	6.303,40	47.048,30	13,40%	
		2017	5.996,00	72.440,00	8,28%	6.807,47	52.162,92	13,05%	
2018		-1.740,00	56.551,00	-3,08%	5.983,22	55.273,35	10,82%		
2019		-1.438,00	86.167,00	-1,67%	6.541,67	54.525,59	12,00%		
37	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	21/07/2016	Tinexta S.p.A.	2014	11.716,10	75.602,22	15,50%	18.669,16	#DIV/0!	#DIV/0!
			2015	25.406,00	126.441,00	20,09%	17.415,39	90.161,91	19,32%
			2016	28.868,00	145.462,00	19,85%	3.205,62	45.109,26	7,11%
			2017	34.383,00	172.782,00	19,90%	9.441,70	40.928,41	23,07%
			2018	65.656,00	236.526,00	27,76%	12.790,44	59.339,53	21,55%
			2019	70.319,00	256.450,00	27,42%	11.824,33	55.429,87	21,33%
				Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers
	Visura SpA (60% Stake)	2013	2.692,69	12.159,95	22,14%	1.154,44	8.647,09	13,35%	
		2014	2.926,00	12.387,28	23,62%	909,40	8.296,90	10,96%	
		2015	3.113,46	11.944,54	26,07%	1.166,99	9.604,51	12,15%	
		2016	2.849,86	11.112,19	25,65%	1.504,64	10.414,27	14,45%	
		2017	3.121,00	11.863,00	26,31%	1.208,06	9.476,98	12,75%	
		2018	5.501,00	17.266,00	31,86%	2.238,06	12.712,69	17,60%	
2019		6.387,00	18.411,00	34,69%	3.544,98	15.234,52	23,27%		
38	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	05/05/2017	Pastificio Di Martino Gaetano & F. Lli SpA	2014	4.069,87	67.871,78	6,00%	7.211,78	68.320,27	10,56%
			2015	4.684,42	75.825,91	6,18%	8.436,13	72.393,57	11,65%
			2016	5.915,25	78.440,19	7,54%	8.153,28	79.170,40	10,30%
			2017	5.238,80	75.224,85	6,96%	8.505,95	81.138,87	10,48%
			2018	3.494,00	71.465,00	4,89%	9.224,06	83.760,55	11,01%
			2019	5.815,00	76.424,00	7,61%	11.071,66	90.882,22	12,18%
			2020	9.587,00	97.956,00	9,79%	11.697,02	96.599,83	12,11%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
			2014	-571,17	45.812,97	-1,25%	1.095,38	15.669,05	6,99%
			2015	-132,57	49.229,02	-0,27%	1.340,48	17.230,79	7,78%
			2016	2.008,18	50.598,52	3,97%	1.605,63	17.998,08	8,92%

		Grandi Pastai Italiani (66.67% Stake)	2017	1.676,04	56.308,67	2,98%	1.500,01	18.251,58	8,22%
			2018	521,95	53.019,86	0,98%	1.487,79	18.566,14	8,01%
			2019	-999,00	43.000,00	-2,32%	727,02	20.956,36	3,47%
			2020	-1.083,00	36.927,00	-2,93%	871,29	21.864,33	3,98%
39	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	25/07/2017	I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.	2014	130.151,00	854.617,00	15,23%	25.774,57	302.834,17	8,51%
			2015	146.745,00	1.109.537,00	13,23%	28.985,78	329.955,54	8,78%
			2016	179.387,00	1.310.846,00	13,68%	35.764,17	352.164,86	10,16%
			2017	204.615,00	1.444.730,00	14,16%	36.265,90	384.058,21	9,44%
			2018	252.032,00	1.500.371,00	16,80%	36.044,85	405.279,67	8,89%
			2019	272.809,00	1.595.527,00	17,10%	38.607,07	407.401,88	9,48%
			2020	244.338,00	1.490.472,00	16,39%	37.806,55	417.473,92	9,06%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Eurosicma S.p.A. (60% Stake)	2014	3.815,73	26.406,27	14,45%	1.252,75	13.441,34	9,32%
		2015	5.983,36	31.231,10	19,16%	1.334,70	14.015,54	9,52%	
		2016	2.874,80	23.462,76	12,25%	1.563,64	14.153,67	11,05%	
		2017	2.961,19	26.451,61	11,19%	1.622,41	17.624,80	9,21%	
		2018	3.990,58	23.016,59	17,34%	1.760,23	19.358,31	9,09%	
		2019	3.182,60	28.035,71	11,35%	2.056,73	19.218,44	10,70%	
		2020	2.461,38	25.228,97	9,76%	1.704,63	18.206,51	9,36%	
40	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	04/07/2018	Itinera S.p.A.	2015	32.471,00	328.228,00	9,89%	67.591,65	320.604,21	21,08%
			2016	23.037,00	845.000,00	2,73%	50.047,69	278.244,84	17,99%
			2017	18.396,00	250.805,00	7,33%	70.696,41	271.879,25	26,00%
			2018	34.819,00	621.036,00	5,61%	-	387.156,10	-32,32%
			2019	23.189,00	958.789,00	2,42%	125.126,20	434.106,43	6,66%
			2020	-3.370,00	1.118.142,00	-0,30%	28.918,96	459.121,86	6,89%
			2021	-25.270,00	1.199.746,00	-2,11%	31.616,02	427.693,73	13,08%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA%	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		SEA Segnaletica Stradale S.p.A.	2015	5.423,31	16.313,21	33,24%	1.432,37	15.916,06	9,00%
		2016	5.548,74	8.865,64	62,59%	3.543,51	36.909,70	9,60%	
		2017	5.718,43	5.226,99	109,40%	2.210,19	27.094,86	8,16%	
		2018	6.052,80	13.592,50	44,53%	1.128,74	34.909,81	3,23%	
		2019	6.181,89	33.653,66	18,37%	2.496,96	29.606,33	8,43%	
		2020	8.607,22	34.746,77	24,77%	3.383,77	31.449,56	10,76%	
		2021	8.433,33	40.544,17	20,80%	3.140,91	32.115,08	9,78%	

Allegato E – EBITDA Margin(%) per M&A con incorporazione completa della Target

	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
	1	20/12/2016	Open Fiber S.p.A.	2015	-6,00	4,00	-150,00%	19.523,35	153.815,61	12,69%
2016	-9.536,00			2,00	-476800,00%	26.159,64	164.165,17	15,93%		
2017	14.593,00			87.401,00	16,70%	15.311,05	166.860,28	9,18%		
2018	-15.812,00			109.657,00	-14,42%	18.458,20	143.930,24	12,82%		
2019	33.130,00			178.478,00	18,56%	16.185,63	133.281,46	12,14%		
	Target				EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	Metroweb Italia S.p.A.		2013	47.268,08	63.501,35	74,44%	2.969,05	43.774,43	6,78%	
2014			49.176,20	66.914,14	73,49%	3.146,04	54.181,51	5,81%		
2015			53.309,12	75.282,64	70,81%	3.057,31	53.554,75	5,71%		
2	15/10/2018		Gamenet S.p.A.	2015	61.573,84	456.742,94	13,48%	13.006,83	191.538,01	6,79%
2016		47.608,00		441.845,00	10,77%	15.663,24	260.771,25	6,01%		
2017		46.347,00		516.516,00	8,97%	18.004,81	302.116,62	5,96%		
2018		65.046,00		489.906,00	13,28%	20.432,97	277.474,23	7,36%		
2019		47.452,00		429.083,00	11,06%	22.087,16	147.498,83	14,97%		
2020		17.161,00		186.344,00	9,21%	21.357,76	135.932,67	15,71%		
2021		16.320,00		196.329,00	8,31%	23.132,12	183.243,35	12,62%		
		Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		GoldBet S.r.l	2015	3.627,63	23.675,83	15,32%	33.691,63	163.448,23	20,61%	
2016			30.384,02	171.909,29	17,67%	32.409,96	176.759,53	18,34%		
2017	39.958,33		199.386,67	20,04%	38.830,89	201.945,58	19,23%			
2018	53.201,79		233.197,97	22,81%	33.691,06	206.822,37	16,29%			
3	22/02/2018	Edison S.p.A.	2015	1.566.000,00	11.313.000,00	13,84%	264.872,17	1.269.395,04	20,87%	
2016			1.044.000,00	10.168.000,00	10,27%	302.133,95	1.440.569,43	20,97%		
2017			780.000,00	9.940.000,00	7,85%	307.257,95	1.362.282,14	22,55%		
2018			789.000,00	9.159.000,00	8,61%	329.247,99	1.710.073,04	19,25%		
2019			589.000,00	8.168.000,00	7,21%	360.945,65	1.817.365,91	19,86%		
2020			645.000,00	6.390.000,00	10,09%	216.217,41	1.531.251,43	14,12%		
2021			835.000,00	11.739.000,00	7,11%	273.945,12	1.810.465,07	15,13%		
		Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Gas Natural Vendita Italia S.p.A	2015	24.993,38	419.270,15	5,96%	9.618,68	318.101,70	3,02%	
2016			20.230,80	373.438,38	5,42%	14.216,16	275.057,24	5,17%		
2017	-9.820,85		362.768,70	-2,71%	18.521,63	262.071,38	7,07%			
2018	26.177,35		334.992,18	7,81%	21.928,50	306.543,19	7,15%			
4	04/08/2016	A2A SpA	2013	1.046.000,00	5.389.000,00	19,41%	843.820,71	6.084.450,00	13,87%	
2014			994.000,00	4.761.000,00	20,88%	638.037,78	4.602.116,78	13,86%		
2015			977.000,00	4.732.000,00	20,65%	609.454,00	4.300.382,11	14,17%		
2016			1.141.000,00	4.813.000,00	23,71%	516.868,11	13.567.803,33	3,81%		
2017			1.165.000,00	5.590.000,00	20,84%	545.099,89	3.883.685,00	14,04%		
2018			1.240.000,00	6.271.000,00	19,77%	597.518,67	3.984.676,56	15,00%		
2019			1.191.000,00	7.122.000,00	16,72%	654.847,33	4.022.827,22	16,28%		

		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Linea Group Holding SpA (51% Stake)	2013	2.399,65	12.897,61	18,61%	23.108,44	207.297,41	11,15%
			2014	84.956,00	582.250,00	14,59%	21.814,34	208.752,34	10,45%
			2015	76.640,00	536.169,00	14,29%	29.926,34	258.625,38	11,57%
			2016	70.782,00	504.512,00	14,03%	26.987,36	232.309,84	11,62%
			2017	86.338,00	478.398,00	18,05%	29.023,36	257.304,74	11,28%
			2018	85.219,00	544.855,00	15,64%	26.343,36	257.161,63	10,24%
			2019	56.087,00	223.277,00	25,12%	25.408,09	264.081,13	9,62%
5	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	19/11/2015	SNAITECH S.p.a.	2012	54.439,00	493.492,00	11,03%	37.740,34	174.476,77	21,63%
			2013	27.316,00	463.356,00	5,90%	30.386,94	207.303,13	14,66%
			2014	107.517,00	511.159,00	21,03%	37.854,63	207.830,94	18,21%
			2015	96.490,00	497.366,00	19,40%	21.165,04	210.034,07	10,08%
			2016	121.455,00	871.932,00	13,93%	31.880,32	241.396,85	13,21%
			2017	139.576,00	874.901,00	15,95%	39.841,01	278.431,27	14,31%
			2018	145.664,00	879.691,00	16,56%	42.293,95	245.124,53	17,25%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Cogetech S.p.A.	2012	43.440,78	466.096,26	9,32%	89.407,96	388.354,57	23,02%
			2013	-40.865,13	417.399,73	-9,79%	63.748,73	359.453,72	17,73%
			2014	38.023,01	432.802,82	8,79%	70.141,44	342.579,50	20,47%
	2015		28.743,72	404.497,48	7,11%	77.918,48	402.422,25	19,36%	
6	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	30/09/2016	Centrale del Latte d'Italia S.p.A.	2013	4.383,00	98.058,00	4,47%	9.679,98	236.067,15	4,10%
			2014	5.011,00	100.426,00	4,99%	11.315,47	213.755,85	5,29%
			2015	4.657,00	96.851,00	4,81%	14.709,73	205.448,72	7,16%
			2016	2.796,00	117.786,00	2,37%	12.016,02	210.319,19	5,71%
			2017	6.914,00	183.447,00	3,77%	12.522,06	230.708,89	5,43%
			2018	7.498,00	180.325,00	4,16%	12.582,12	239.882,76	5,25%
			2019	6.104,00	175.150,00	3,49%	12.967,51	251.833,12	5,15%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A.	2013	4.583,28	87.178,09	5,26%	3.951,35	73.309,73	5,39%
			2014	5.298,10	83.659,14	6,33%	4.632,74	76.467,85	6,06%
			2015	4.796,32	79.805,34	6,01%	5.593,22	76.506,72	7,31%
7	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	03/07/2017	Buzzi Unicem SpA	2014	435.670,00	2.506.354,00	17,38%	8.762,83	89.873,14	9,75%
			2015	475.038,00	2.662.071,00	17,84%	7.070,33	86.712,87	8,15%
			2016	550.472,00	2.669.320,00	20,62%	8.355,60	75.961,68	11,00%
			2017	511.704,00	2.806.213,00	18,23%	4.768,73	82.001,37	5,82%
			2018	577.231,00	2.873.453,00	20,09%	8.915,86	90.712,31	9,83%
			2019	731.766,00	3.221.443,00	22,72%	16.233,84	97.296,36	16,68%
			2020	779.865,00	3.222.411,00	24,20%	15.363,39	93.557,22	16,42%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Cementi Zillo S.p.A.	2014	9.831,66	99.812,88	9,85%	8.059,29	59.085,66	13,64%
			2015	5.464,46	91.235,69	5,99%	7.110,00	58.353,76	12,18%
			2016	10.419,71	81.395,01	12,80%	7.280,76	53.390,06	13,64%
8	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	27/07/2018	Alpitour S.p.A.	2015	26.435,00	1.120.429,00	2,36%	2.739,94	70.261,85	3,90%
			2016	32.407,00	1.141.568,00	2,84%	4.235,56	65.911,62	6,43%
			2017	-	-	-	5.388,81	76.607,73	7,03%

			2018	53.393,00	1.681.915,00	3,17%	5.596,29	88.148,16	6,35%
			2019	59.154,00	1.992.277,00	2,97%	5.171,74	96.856,63	5,34%
			2020	-48.468,00	746.722,00	-6,49%	-554,02	32.556,91	-1,70%
			2021	19.218,00	597.958,00	3,21%	2.568,65	45.459,85	5,65%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Eden travel group Srl	2015	6.425,23	303.602,58	2,12%	2.597,24	84.809,19	3,06%
			2016	6.334,83	292.258,69	2,17%	3.801,91	89.964,20	4,23%
			2017	7.363,55	357.875,09	2,06%	5.003,68	101.420,52	4,93%
9	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	29/08/2016	Dedalus Holding S.p.A.	2013	6.133,00	40.271,00	15,23%	5.328,26	63.306,78	8,42%
			2014	6.152,00	44.301,00	13,89%	5.971,09	65.194,90	9,16%
			2015	4.712,00	46.846,00	10,06%	7.092,21	66.861,53	10,61%
			2016	7.321,00	54.126,00	13,53%	6.792,44	70.904,18	9,58%
			2017	22.334,00	94.268,00	23,69%	11.539,14	76.955,00	14,99%
			2018	24.543,00	102.024,00	24,06%	12.406,63	98.130,15	12,64%
			2019	22.694,00	111.945,00	20,27%	14.892,82	110.265,09	13,51%
	Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		NoemaLife SpA	2013	5.759,00	64.958,00	8,87%	2.065,01	30.771,31	6,71%
		2014	11.528,00	65.275,00	17,66%	1.821,83	33.075,87	5,51%	
		2015	11.941,00	69.197,00	17,26%	2.507,81	38.041,55	6,59%	
10	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	27/12/2017	Intek Group S.p.A.	2014	64.111,00	2.027.954,00	3,16%	72,28	94,76	76,28%
			2015	-6.580,00	-	#DIV/0!	64,95	117,22	55,41%
			2016	-4.351,00	-	#DIV/0!	59,60	97,99	60,82%
			2017	-4.450,00	-	#DIV/0!	30,43	67,25	45,25%
			2018	-3.439,00	-	#DIV/0!	30,39	59,43	51,13%
			2019	-4.694,00	2.334,00	-201,11%	34,57	147,55	23,43%
			2020	-5.076,00	94,00	-5400,00%	41,42	95,57	43,34%
	Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		ErgyCapital S.p.A. (50.96% Stake)	2014	8.307,00	16.126,00	51,51%	-10,65	- 121,46	8,77%
		2015	7.126,00	14.726,00	48,39%	-18,04	- 29,76	60,63%	
		2016	6.784,00	13.241,00	51,23%	-10,64	-	#DIV/0!	
11	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	11/04/2018	IREN S.p.A.	2015	688.941,00	2.849.677,00	24,18%	-14,19	1.184,00	-1,20%
			2016	793.877,00	3.042.735,00	26,09%	211,16	1.216,91	17,35%
			2017	794.572,00	3.448.664,00	23,04%	159,97	1.589,21	10,07%
			2018	922.973,00	3.764.386,00	24,52%	215,34	1.729,13	12,45%
			2019	-	-	-	220,65	1.733,16	12,73%
			2020	920.383,00	3.537.250,00	26,02%	234,83	1.579,32	14,87%
			2021	989.454,00	4.826.741,00	20,50%	-72,46	1.720,20	-4,21%
	Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		ACAM S.p.A. (91.3% Stake)	2015	33.956,79	106.050,92	32,02%	3.841,06	15.642,99	24,55%
		2016	31.538,68	109.671,35	28,76%	4.021,97	16.715,37	24,06%	
		2017	23.712,61	103.884,89	22,83%	4.610,22	17.173,28	26,85%	
12	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS

06/12/2017	Italgas S.p.A.	2016	105.000,00	248.000,00	42,34%	4.648,80	52.686,67	8,82%	
		2017	772.473,00	1.570.929,00	49,17%	6.621,92	58.910,27	11,24%	
		2018	854.828,00	1.583.752,00	53,97%	9.497,00	68.435,30	13,88%	
		2019	917.964,00	1.820.020,00	50,44%	8.933,47	64.311,15	13,89%	
		2020	1.051.325,00	2.058.442,00	51,07%	3.528,10	58.143,56	6,07%	
	Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
	Enerco Distribuzione S.p.A.	2014	3.841,33	8.613,31	44,60%	2.086,62	6.260,80	33,33%	
		2015	3.328,52	8.856,08	37,58%	2.063,02	6.572,26	31,39%	
		2016	3.625,70	8.654,26	41,89%	1.734,47	6.448,09	26,90%	
		2017	1.122,46	6.687,91	16,78%	1.898,19	6.611,94	28,71%	
13	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	31/07/2018	Marche Multiservizi S p A	2015	23.524,47	111.375,18	21,12%	7.446,64	52.879,00	14,08%
			2016	29.377,30	112.684,94	26,07%	4.400,19	52.915,97	8,32%
			2017	30.471,68	116.499,09	26,16%	7.969,79	57.818,38	13,78%
			2018	34.171,08	116.806,06	29,25%	8.494,06	62.775,01	13,53%
			2019	33.474,37	111.523,47	30,02%	9.358,68	75.623,12	12,38%
			2020	35.822,66	118.316,04	30,28%	5.903,61	74.076,45	7,97%
	2021	38.256,30	124.064,67	30,84%	9.887,54	90.216,96	10,96%		
	Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
	Megas. Net S.p.a.	2015	1.098,36	2.082,86	52,73%	486,74	2.428,28	20,04%	
2016		1.113,83	2.067,60	53,87%	469,29	2.277,15	20,61%		
2017		2.015,88	2.521,78	79,94%	487,46	2.457,09	19,84%		
14	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	01/01/2018	Baule Volante s.p.a.	2014	3.188,04	32.319,02	9,86%	2.464,41	63.140,29	3,90%
			2015	4.382,08	40.219,14	10,90%	2.366,88	68.574,53	3,45%
			2016	4.094,17	42.760,67	9,57%	3.040,41	84.574,06	3,59%
			2017	2.943,24	35.444,14	8,30%	2.992,03	93.514,62	3,20%
			2018	2.297,16	48.961,59	4,69%	3.141,82	93.730,96	3,35%
			2019	2.881,68	51.586,24	5,59%	2.801,20	99.183,77	2,82%
			2021	8.465,63	77.855,28	10,87%	3.705,87	114.461,42	3,24%
	Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
	IL Fior Di Loto S.r.l.	2014	413,79	15.102,62	2,74%	1.050,04	20.962,83	5,01%	
2015		867,08	19.467,45	4,45%	979,42	22.880,61	4,28%		
2016		597,25	24.699,09	2,42%	1.105,52	24.631,74	4,49%		
15	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	04/04/2016	Marr S.p.A	2013	92.975,00	1.331.891,00	6,98%	16.779,60	739.590,00	2,27%
			2014	101.267,00	1.405.260,00	7,21%	20.661,76	743.091,78	2,78%
			2015	105.374,00	1.440.287,00	7,32%	23.944,72	757.646,74	3,16%
			2016	108.930,00	1.502.558,00	7,25%	24.927,50	718.944,28	3,47%
			2017	115.555,00	1.585.782,00	7,29%	26.770,61	860.856,38	3,11%
			2018	119.028,00	1.627.882,00	7,31%	26.444,08	887.971,05	2,98%
			2019	127.458,00	1.651.387,00	7,72%	29.550,53	945.775,81	3,12%
	Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS	
	DE.AL. s.r.l.	2013	2.536,47	53.794,90	4,72%	1.528,12	46.254,73	3,30%	
2014		2.578,45	59.471,62	4,34%	1.768,19	47.586,44	3,72%		
2015		4.684,83	63.144,14	7,42%	2.251,08	57.205,59	3,94%		
2016		3.064,07	56.625,27	5,41%	2.493,41	56.912,93	4,38%		

16	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	08/06/2016	Arnoldo Mondadori Editore SpA	2013	-29.127,00	1.275.791,00	-2,28%	1.039,27	45.762,94	2,27%
			2014	63.141,00	1.177.495,00	5,36%	693,27	43.575,84	1,59%
			2015	70.132,00	1.122.831,00	6,25%	1.390,15	42.916,65	3,24%
			2016	92.801,00	1.262.911,00	7,35%	1.423,72	44.025,93	3,23%
			2017	101.839,00	1.268.268,00	8,03%	2.123,16	46.092,45	4,61%
			2018	75.523,00	891.077,00	8,48%	1.934,85	47.572,38	4,07%
	2019	100.506,00	884.860,00	11,36%	1.463,33	45.832,93	3,19%		
	Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	Banzai Media Holding S.r.l	2013	-48,82	-	#DIV/0!	-29,24	13,50	-216,61%	
2014		-15,88	-	#DIV/0!	-7,29	0,52	-1396,50%		
2015		-48,53	-	#DIV/0!	-5,35	-	#DIV/0!		
17	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	13/12/2018	A2A SpA	2015	977.000,00	4.732.000,00	20,65%	609.454,00	4.300.382,11	14,17%
			2016	1.141.000,00	4.813.000,00	23,71%	516.868,11	13.567.803,33	3,81%
			2017	1.165.000,00	5.590.000,00	20,84%	545.099,89	3.883.685,00	14,04%
			2018	1.240.000,00	6.271.000,00	19,77%	597.518,67	3.984.676,56	15,00%
			2019	1.191.000,00	7.122.000,00	16,72%	654.847,33	4.022.827,22	16,28%
			2020	1.116.000,00	6.668.000,00	16,74%	694.345,11	3.426.659,00	20,26%
			2021	-	-	#VALORE!	548.161,56	5.052.372,67	10,85%
	Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	TS Energy Italy S.p.A.	2015	480,68	1.588,71	30,26%	1.046,95	6.752,00	15,51%	
2016		-358,70	496,42	-72,26%	1.421,40	7.269,85	19,55%		
2017		-185,35	-	#DIV/0!	1.388,82	6.930,94	20,04%		
2018		-158,56	-	#DIV/0!	1.240,90	7.002,57	17,72%		
18	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	10/10/2016	Triboo S.p.A	2013	92,12	396,35	23,24%	13.732,78	103.098,37	13,32%
			2014	-2.382,47	294,55	-808,87%	10.920,69	93.923,65	11,63%
			2015	-615,71	437,65	-140,68%	11.167,09	115.368,87	9,68%
			2016	-963,32	969,28	-99,39%	12.591,98	122.194,83	10,30%
			2017	-2.256,23	3.055,61	-73,84%	11.962,83	125.339,69	9,54%
			2018	-1.759,00	3.716,00	-47,34%	10.026,01	120.687,97	8,31%
			2019	-978,00	4.886,00	-20,02%	9.593,57	97.498,45	9,84%
			Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers
	Grother S.r.l.	2015	-3,98	-	#DIV/0!	-20,53	-	#DIV/0!	
19	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	01/11/2015	Tamini Trasformatori S.r.l.	2012	7.152,14	106.178,83	6,74%	13.491,89	101.450,76	13,30%
			2013	2.231,84	69.767,41	3,20%	12.126,09	101.355,17	11,96%
			2014	-6.051,08	77.149,46	-7,84%	10.947,22	109.633,74	9,99%
			2015	704,57	68.875,71	1,02%	10.885,41	120.297,82	9,05%
			2016	-7.498,63	95.873,81	-7,82%	10.837,07	126.788,06	8,55%
			2017	-4.778,00	116.920,87	-4,09%	11.408,15	131.481,28	8,68%
			2018	948,08	98.821,35	0,96%	6.494,11	114.136,49	5,69%
	Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	TES Transformer Electro Service srl	2012	3.814,90	23.259,84	16,40%	1.397,81	23.041,51	6,07%	
2013		1.900,76	26.587,03	7,15%	1.775,30	21.285,51	8,34%		
2014		2.789,69	29.798,85	9,36%	1.612,10	23.063,80	6,99%		

			2015	3.179,21	29.466,62	10,79%	1.988,02	26.499,10	7,50%
			2016	1.934,00	29.267,00	6,61%	2.407,76	29.681,98	8,11%
20	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	28/02/2018	Italgas S.p.A.	2016	105.000,00	248.000,00	42,34%	4.648,80	52.686,67	8,82%
			2017	772.473,00	1.570.929,00	49,17%	6.621,92	58.910,27	11,24%
			2018	854.828,00	1.583.752,00	53,97%	9.497,00	68.435,30	13,88%
			2019	917.964,00	1.820.020,00	50,44%	8.933,47	64.311,15	13,89%
			2020	1.051.325,00	2.058.442,00	51,07%	3.528,10	58.143,56	6,07%
2021	1.038.733,00	2.098.463,00	49,50%	10.633,40	89.327,94	11,90%			
	Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	Ichnusa S.p.A.	Gas	2015	-109,58	-	#DIV/0!	15,31	65,72	23,29%
2016			-78,10	63,00	-123,96%	48,89	129,01	37,90%	
2017			-77,42	63,00	-122,90%	18,21	62,89	28,96%	
21	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	19/12/2018	Gruppo Zaffiro Srl	2015	-389,40	285,00	-136,63%	552,49	14.483,77	3,81%
			2016	-181,26	49,33	-367,41%	453,43	17.514,68	2,59%
			2017	-1.328,50	316,00	-420,41%	800,95	19.495,49	4,11%
			2018	-1.392,19	375,50	-370,76%	756,55	22.201,60	3,41%
			2019	-1.464,93	269,55	-543,48%	718,91	18.424,31	3,90%
2020	-1.593,75	15,00	-10625,01%	659,70	15.246,21	4,33%			
2021	-1.133,66	35,00	-3239,01%	552,88	13.836,47	4,00%			
	Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	Villa Gisella srl	2015	1.109,82	6.538,68	16,97%	555,85	5.216,51	10,66%	
2016		966,98	6.629,84	14,59%	619,47	5.425,19	11,42%		
2017		202,13	6.409,31	3,15%	607,54	5.843,16	10,40%		
2018		207,12	6.377,78	3,25%	719,33	6.190,70	11,62%		
22	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	07/10/2015	JAKALA S.p.A.	2014	3.181,00	124.941,00	2,55%	12.898,88	200.862,50	6,42%
			2015	10.305,00	131.926,00	7,81%	13.564,35	210.034,48	6,46%
			2016	14.623,00	146.258,00	10,00%	11.851,76	221.703,45	5,35%
			2017	27.136,00	178.574,00	15,20%	12.407,60	230.137,51	5,39%
			2018	28.340,00	212.076,00	13,36%	18.880,75	266.668,76	7,08%
	Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	Value Lab S.p.A. (60% Stake)	2012	776,42	7.173,20	10,82%	1.880,67	29.692,44	6,33%	
2013		845,48	8.216,92	10,29%	2.158,59	31.426,23	6,87%		
2014		1.045,08	11.836,45	8,83%	2.102,17	33.177,03	6,34%		
2015		365,75	4.815,73	7,59%	2.613,86	35.129,93	7,44%		
2016		3.754,00	15.169,00	24,75%	2.181,89	32.646,96	6,68%		
2017		5.266,00	16.229,00	32,45%	2.300,65	31.829,05	7,23%		
23	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	28/06/2016	Cellnex Italia, s.r.l.	2015	-286,48	426,09	-67,23%	900,71	11.659,39	7,73%
			2016	-873,92	1.578,08	-55,38%	1.232,62	14.117,10	8,73%
			2017	-1.047,07	2.389,31	-43,82%	913,64	14.941,89	6,11%
			2018	-2.963,83	3.523,83	-84,11%	5.656,71	16.398,40	34,50%
			2019	-2.783,00	4.240,22	-65,63%	604,41	17.282,56	3,50%
	Target			EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS

		CommsCon Italia s.r.l.	2013	476,97	5.721,06	8,34%	-44,90	18.599,76	-0,24%
			2014	536,08	7.287,19	7,36%	141,59	18.186,41	0,78%
			2015	1.712,80	7.017,71	24,41%	301,17	19.917,67	1,51%
			2016	1.523,63	9.088,52	16,76%	308,34	14.806,36	2,08%
			2017	2.119,00	9.329,00	22,71%	-245,45	13.595,27	-1,81%
			2018	1.906,00	8.644,00	22,05%	684,89	12.380,79	5,53%
			2019	1.567,00	8.310,00	18,86%	484,06	9.728,46	4,98%
24	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	01/02/2016	ESTRA S.P.A.	2013	57.804,60	710.735,17	8,13%	34.131,02	298.407,89	11,44%
			2014	58.641,60	741.309,86	7,91%	35.992,54	320.347,33	11,24%
			2015	55.191,99	832.623,04	6,63%	41.782,07	364.577,89	11,46%
			2016	84.491,00	1.007.144,00	8,39%	42.139,07	326.985,92	12,89%
			2017	87.817,00	979.126,00	8,97%	39.602,46	360.660,01	10,98%
			2018	72.619,00	805.421,00	9,02%	40.140,57	364.153,50	11,02%
			2019	92.899,00	967.943,00	9,60%	37.757,07	366.393,62	10,31%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		COOPGAS S.r.l.	2013	2.738,46	48.212,42	5,68%	6.834,38	36.983,10	18,48%
	2014		283,88	41.317,24	0,69%	3.859,83	28.473,06	13,56%	
	2015		833,91	33.977,96	2,45%	3.408,06	28.172,85	12,10%	
	2016		1.319,85	19.687,18	6,70%	2.481,47	22.585,92	10,99%	
25	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	29/05/2018	Nutrilinea S.r.l.	2015	3.756,00	17.253,68	21,77%	7.642,02	99.493,92	7,68%
			2016	4.920,52	31.599,02	15,57%	6.739,49	103.966,27	6,48%
			2017	9.259,75	50.352,81	18,39%	4.749,90	92.051,83	5,16%
			2018	11.437,47	55.445,89	20,63%	7.413,66	97.361,20	7,61%
			2019	8.661,54	46.651,17	18,57%	7.353,38	103.933,65	7,08%
			2020	4.902,11	56.136,53	8,73%	7.212,34	99.715,28	7,23%
			2021	12.144,40	91.098,55	13,33%	9.944,72	106.966,07	9,30%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Pharcoterm Srl	2015	1.264,39	9.623,36	13,14%	1.389,36	11.315,12	12,28%
	2016		1.424,36	11.158,75	12,76%	1.706,99	12.448,33	13,71%	
	2017		1.727,95	12.632,90	13,68%	1.787,68	13.334,53	13,41%	
	2018		2.058,24	14.698,38	14,00%	2.416,16	15.173,19	15,92%	
	2019		1.713,00	18.031,00	9,50%	2.468,95	15.308,63	16,13%	
	2020		1.140,00	14.826,00	7,69%	1.914,10	14.748,30	12,98%	
26	Completion Date	Bidder		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
	01/07/2015	Megadyne S.p.A	2012	29.171,18	192.770,68	15,13%	5.406,82	79.199,82	6,83%
			2013	37.021,17	206.438,59	17,93%	7.571,13	74.283,17	10,19%
			2014	43.296,22	231.471,91	18,70%	8.080,95	81.841,55	9,87%
			2015	52.138,47	282.179,57	18,48%	9.088,78	87.808,12	10,35%
			2016	51.580,93	282.284,46	18,27%	9.237,71	90.414,65	10,22%
			2017	55.814,44	298.922,20	18,67%	11.082,42	97.847,76	11,33%
			2018	56.514,43	321.962,61	17,55%	11.093,08	101.605,68	10,92%
		Target		EBITDA	Ricavi	EBITDA %	EBITDA Peers	Ricavi Peers	EBITDA% PEERS
		Sampla Belting Srl	2012	492,75	13.832,59	3,56%	630,62	9.823,01	6,42%
	2013		507,28	12.719,88	3,99%	979,68	11.619,25	8,43%	
	2014		635,39	12.131,26	5,24%	1.217,00	12.350,25	9,85%	

Allegato F – PFN/EBITDA per M&A senza incorporazione completa della Target

	Completion Date	Bidder			PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
1	15/07/2016	Cairo Communications SpA	2013	-172.915,00	25.564,00	(6,76x)	67,42	-2,21	(30,47x)	
			2014	-124.061,00	28.966,00	(4,28x)	36,04	81,82	0,44x	
			2015	-105.776,00	17.931,00	(5,90x)	- 14,88	107,87	(0,14x)	
			2016	342.800,00	76.000,00	4,51x	532,95	113,25	4,71x	
			2017	258.700,00	160.700,00	1,61x	325,53	-3,18	(102,41x)	
			2018	182.400,00	175.500,00	1,04x	218,87	-170,98	(1,28x)	
			2019	351.900,00	176.100,00	2,00x	137,30	-146,35	(0,94x)	
			Target			PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers
		RCS Media Group SpA (95.28% Stake)	2013	491.100,00	-64.600,00	(7,60x)	-1.352,60	917,23	(1,47x)	
			2014	494.300,00	36.800,00	13,43x	-1.586,53	1.111,50	(1,43x)	
			2015	534.500,00	18.000,00	29,69x	-1.555,44	1.058,25	(1,47x)	
			2016	361.500,00	88.900,00	4,07x	- 538,51	946,66	(0,57x)	
			2017	287.200,00	139.500,00	2,06x	- 332,97	1.062,45	(0,31x)	
			2018	187.900,00	156.300,00	1,20x	- 377,97	551,99	(0,68x)	
2019	220.400,00		90.100,00	2,45x	- 50,67	1.076,86	(0,05x)			
2	23/12/2015	Terna SpA	2012	141.500,00	1.423.400,00	0,10x	6.010,87	- 2.711,97	(2,22x)	
			2013	980.200,00	1.512.400,00	0,65x	6.643,40	28.601,26	0,23x	
			2014	1.832.400,00	1.515.300,00	1,21x	12.664,34	31.510,31	0,40x	
			2015	2.352.700,00	1.559.200,00	1,51x	-3.307,22	33.361,86	(0,10x)	
			2016	1.129.300,00	1.542.200,00	0,73x	-2.819,24	65.663,53	(0,04x)	
			2017	498.600,00	1.607.800,00	0,31x	3.197,94	57.809,96	0,06x	
			2018	976.600,00	1.668.000,00	0,59x	19.468,33	77.708,77	0,25x	
			Target			PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers
		Societa Elettrica Ferroviaria S.r.l.	2012	-1.358,13	- 4,64	292,83x	11.684,97	9.483,77	1,23x	
			2013	-2.489,85	- 0,63	3939,64x	11.448,15	11.637,42	0,98x	
			2014	-2.375,06	1,25	(1897,02x)	16.592,25	9.960,22	1,67x	
			2015	-	207,10	-	7.405,56	5.563,92	1,33x	
			2016	-	12.947,63	-	9.568,73	10.572,53	0,91x	
			2017	-	100.349,30	-	4.941,17	12.860,77	0,38x	
2018	-	106.138,31	-	6.613,15	12.144,22	0,54x				
3	23/12/2016	Sirti S.p.A.	2013	186.447,00	5.809,00	32,10x	3.895,49	22.123,26	0,18x	
			2014	218.307,00	28.277,00	7,72x	2.702,55	17.803,95	0,15x	
			2015	211.327,00	28.404,00	7,44x	862,40	14.311,21	0,06x	
			2016	-37.657,00	21.080,00	(1,79x)	-3.180,18	13.501,42	(0,24x)	
			2017	-132.846,00	15.018,00	(8,85x)	319,16	11.017,41	0,03x	
			2018	-140.256,00	22.029,00	(6,37x)	1.757,39	8.513,74	0,21x	
			2019	243.236,00	5.429,00	44,80x	- 635,95	11.315,38	(0,06x)	
			Target			PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers
		Foi & Vitali Elettrodotti Spa	2013	1.609,29	513,41	3,13x	3.962,99	2.151,62	1,84x	
			2014	1.419,03	418,17	3,39x	2.623,71	2.397,91	1,09x	
			2015	868,47	512,70	1,69x	2.086,99	2.249,53	0,93x	
			2016	3.204,85	- 325,95	(9,83x)	1.535,12	1.983,12	0,77x	
			2017	60,70	-1.235,04	(0,05x)	1.872,23	3.095,20	0,60x	
			2018	-2.450,72	- 332,20	7,38x	1.502,27	3.434,25	0,44x	
2019	-1.744,57		-2.249,73	0,78x	1.891,62	3.638,38	0,52x			
4	02/01/2018	Italcementi SpA	2015	440.237,00	47.905,00	9,19x	35.863,04	7.070,33	5,07x	
			2016	105.422,00	77.715,00	1,36x	29.635,86	8.355,60	3,55x	
			2017	246,00	93.594,00	0,00x	35.224,06	4.768,73	7,39x	
			2018	5.501,00	114.528,00	0,05x	32.265,14	8.915,86	3,62x	
			2019	14.902,00	168.155,00	0,09x	27.221,08	16.233,84	1,68x	
			2020	10.353,00	125.022,00	0,08x	27.472,44	15.363,39	1,79x	
			2021	6.092,00	109.848,00	0,06x	30.511,51	9.200,70	3,32x	
		Target			PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers

		Cementir Italia SpA	2015	16.219,00	5.973,00	2,72x	10.274,98	1.283,96	8,00x
			2016	-4.129,00	-10.524,00	0,39x	24.855,33	1.171,51	21,22x
			2017	-6.254,00	-11.993,00	0,52x	26.850,77	870,31	30,85x
			2018	-113,00	-46.645,00	0,00x	18.170,24	474,38	38,30x
			2019	-1.649,00	-14.157,00	0,12x	15.967,74	799,00	19,98x
			2020	169.840,00	-8.531,00	(19,91x)	11.448,11	437,19	26,19x
			2021	6.000,00	-848,00	(7,08x)	11.265,76	628,38	17,93x
5	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	02/09/2015	Autostrade per l'Italia S.p.A	2012	1.413.460,00	1.388.703,00	1,02x	92.755,71	107.900,83	0,86x
			2013	117.213,00	1.534.538,00	0,08x	72.396,03	137.483,45	0,53x
			2014	2.299.323,00	1.525.750,00	1,51x	170.022,04	175.896,26	0,97x
			2015	1.106.741,00	2.190.352,00	0,51x	189.507,07	182.819,49	1,04x
			2016	770.943,00	2.177.826,00	0,35x	90.120,16	178.697,75	0,50x
			2017	791.670,00	2.313.531,00	0,34x	128.427,64	68.450,25	1,88x
			2018	1.605.519,00	1.852.174,00	0,87x	135.155,79	78.246,94	1,73x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
		Societa Autostrada Tirrenica S.p.a. (74.95% Stake)	2012	56.611,49	20.476,79	2,76x	6.003,15	2.150,82	2,79x
	2013		48.923,79	20.837,40	2,35x	5.843,70	2.115,28	2,76x	
	2014		33.003,17	23.984,63	1,38x	8.898,14	687,30	12,95x	
	2015		47.756,50	27.381,43	1,74x	4.096,53	2.069,32	1,98x	
2016	23.329,92		25.170,63	0,93x	7.238,05	1.258,22	5,75x		
2017	18.300,85		23.627,80	0,77x	11.550,97	747,62	15,45x		
2018	27.668,99		23.050,79	1,20x	10.200,93	-1.184,92	(8,61x)		
6	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	02/09/2015	Recordati SpA	2013	147.474,00	242.730,00	0,61x	-35.518,87	85.433,43	(0,42x)
			2014	78.398,00	277.639,00	0,28x	-106.267,03	108.635,48	(0,98x)
			2015	-26.617,00	320.711,00	(0,08x)	-130.750,15	96.172,43	(1,36x)
			2016	74.512,00	375.895,00	0,20x	-138.051,23	107.204,84	(1,29x)
			2017	133.549,00	454.661,00	0,29x	-158.602,58	125.194,60	(1,27x)
			2018	273.698,00	499.079,00	0,55x	-168.382,56	96.721,74	(1,74x)
			2019	730.922,00	543.967,00	1,34x	-170.687,15	115.447,97	(1,48x)
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
		Italchimici SpA	2013	-3.584,35	11.733,96	(0,31x)	-5.577,12	4.552,08	(1,23x)
	2014		-11.480,05	11.185,19	(1,03x)	-8.980,84	3.183,12	(2,82x)	
	2015		-18.029,06	11.156,86	(1,62x)	-8.377,24	3.392,90	(2,47x)	
	2016		-27,35	-366,82	0,07x	-9.901,73	3.675,21	(2,69x)	
2017	-763,00		12.832,00	(0,06x)	-10.566,89	4.431,23	(2,38x)		
2018	-792,00		14.905,00	(0,05x)	-9.971,78	5.073,09	(1,97x)		
2019	-963,00		17.434,00	(0,06x)	-9.043,88	5.397,28	(1,68x)		
7	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	14/04/2016	Arnoldo Mondadori Editore SpA	2013	376.965,00	-29.127,00	(12,94x)	3.485,70	1.039,27	3,35x
			2014	301.166,00	63.141,00	4,77x	-576,60	693,27	(0,83x)
			2015	202.350,00	70.132,00	2,89x	2.139,22	1.390,15	1,54x
			2016	265.590,00	92.801,00	2,86x	-241,48	1.423,72	(0,17x)
			2017	192.358,00	101.839,00	1,89x	-2.880,82	2.123,16	(1,36x)
			2018	157.991,00	75.523,00	2,09x	-3.021,40	1.934,85	(1,56x)
			2019	185.600,00	100.506,00	1,85x	-1.864,45	1.463,33	(1,27x)
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
		Rizzoli Libri S.p.A.	2013	5.952,00	4.790,00	1,24x	5.565,88	9.803,79	0,57x
	2014		6.172,00	9.182,00	0,67x	6.274,33	10.307,33	0,61x	
	2015		5.267,00	13.451,00	0,39x	974,61	10.681,43	0,09x	
	2016		2.524,00	-10.443,00	(0,24x)	8.062,63	11.151,82	0,72x	
2017	611,00		10.057,00	0,06x	7.520,72	11.016,18	0,68x		
2018	276,00		18.169,00	0,02x	9.372,45	10.614,32	0,88x		
2019	31,00		15.936,00	0,00x	22.738,85	12.034,71	1,89x		
8	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	15/10/2018	Edison S.p.A.	2015	125.000,00	1.566.000,00	0,08x	828.547,33	264.872,17	3,13x
			2016	232.000,00	1.044.000,00	0,22x	940.290,86	302.133,95	3,11x
			2017	22.000,00	780.000,00	0,03x	664.224,00	307.257,95	2,16x
			2018	334.000,00	789.000,00	0,42x	841.618,43	329.247,99	2,56x
			2019	775.000,00	589.000,00	1,32x	795.237,84	360.945,65	2,20x

			2020	710.000,00	645.000,00	1,10x	765.505,68	216.217,41	3,54x
			2021	916.000,00	835.000,00	1,10x	483.583,43	273.945,12	1,77x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
		Zephyro S.p.A.	2015	-12.140,98	294,46	(41,23x)	5.745,93	8.511,11	0,68x
			2016	-5.944,37	23.428,74	(0,25x)	8.099,88	9.081,11	0,89x
			2017	-1.456,18	15.449,39	(0,09x)	3.329,69	9.794,26	0,34x
			2018	9.672,79	8.235,65	1,17x	5.110,42	9.095,89	0,56x
			2019	-13.477,94	12.807,40	(1,05x)	7.969,90	9.077,71	0,88x
			2020	-5.330,85	-16.590,58	0,32x	4.317,82	9.322,46	0,46x
			2021	4.146,26	12.724,34	0,33x	-8.120,68	16.683,94	(0,49x)
9	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	25/07/2018	Cartiera dell'Adda S.r.l.	2015	15.237,81	507,83	30,01x	9.644,47	5.073,39	1,90x
			2016	12.999,95	7.738,96	1,68x	10.168,36	5.549,36	1,83x
			2017	7.538,45	10.247,90	0,74x	11.095,23	6.100,81	1,82x
			2018	14.094,42	19.881,94	0,71x	9.390,51	8.682,12	1,08x
			2019	12.755,01	14.744,11	0,87x	8.536,34	6.988,91	1,22x
			2020	16.210,87	9.621,65	1,68x	4.613,91	6.517,41	0,71x
			2021	13.697,24	7.662,33	1,79x	6.530,60	7.533,24	0,87x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	Industria Cartaria Pieretti SpA	2015	26.130,07	6.195,94	4,22x	8.325,53	4.124,26	2,02x	
		2016	26.160,04	5.842,05	4,48x	8.780,84	5.007,91	1,75x	
		2017	25.375,10	6.019,62	4,22x	9.287,98	4.649,39	2,00x	
2018		19.788,41	11.798,54	1,68x	8.296,67	5.497,59	1,51x		
2019		19.032,79	9.900,46	1,92x	7.078,02	6.155,47	1,15x		
2020		20.489,82	5.790,41	3,54x	3.433,31	6.045,27	0,57x		
2021		24.069,36	1.707,58	14,10x	6.324,91	6.664,58	0,95x		
10	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	29/01/2016	IREN S.p.A.	2013	2.472.173,00	641.061,00	3,86x	- 194,97	-40,77	4,78x
			2014	1.990.668,00	551.291,00	3,61x	- 306,08	12,08	(25,34x)
			2015	1.585.656,00	688.941,00	2,30x	- 333,83	-4,26	78,41x
			2016	1.439.158,00	793.877,00	1,81x	- 236,15	63,35	(3,73x)
			2017	1.176.512,00	794.572,00	1,48x	- 288,15	47,99	(6,00x)
			2018	705.914,00	922.973,00	0,76x	- 234,88	64,60	(3,64x)
			2019	-176.034,00	920.383,00	(0,19x)	- 252,02	66,19	(3,81x)
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	TRM S.p.a (51% Stake)	2013	208.067,96	11.943,31	17,42x	9.893,54	6.061,09	1,63x	
		2014	-	47.387,49	#VALORE!	-11.012,15	7.144,11	(1,54x)	
		2015	240.110,73	47.647,98	5,04x	9.342,53	7.446,64	1,25x	
2016		254.646,15	38.647,56	6,59x	1.121,56	4.400,19	0,25x		
2017		234.904,11	61.785,46	3,80x	10.365,78	7.969,79	1,30x		
2018		198.120,47	65.344,97	3,03x	10.551,96	8.494,06	1,24x		
2019		80.725,83	63.574,48	1,27x	10.799,60	9.358,68	1,15x		
11	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	14/04/2016	Vianini SpA	2013	-30.385,00	- 570,00	53,31x	172,65	34,26	5,04x
			2014	-29.050,00	- 541,00	53,70x	200,89	40,86	4,92x
			2015	-28.377,00	628,00	(45,19x)	281,15	73,85	3,81x
			2016	184.525,00	1.015,00	181,80x	444,99	107,55	4,14x
			2017	212.006,00	6.608,00	32,08x	202,62	147,73	1,37x
			2018	210.690,00	6.508,00	32,37x	391,93	40,49	9,68x
			2019	165.792,00	6.629,00	25,01x	410,20	-27,38	(14,98x)
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	Domus Italia SpA						#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
		2015	89.927,58	1.928,24	46,64x	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	
		2016	81.767,78	- 13,99	(5844,31x)	9.531,65	2.032,59	4,69x	
2017		76.399,42	4.126,75	18,51x	7.295,95	2.870,80	2,54x		
2018		71.529,46	2.376,30	30,10x	8.038,90	3.025,16	2,66x		
2019	69.155,54	2.306,76	29,98x	6.853,64	3.721,19	1,84x			
12	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	03/12/2018	Gruppo Sodalìs Srl	2015	39.762,53	65.190,22	0,61x	3.376,24	5.816,01	0,58x
			2016	-44.306,51	70.407,87	(0,63x)	1.048,07	6.240,65	0,17x

			2017	84.484,23	92.478,00	0,91x	5.666,75	6.326,03	0,90x	
			2018	45.981,92	93.449,85	0,49x	5.784,17	6.811,99	0,85x	
			2019	219.498,11	108.247,20	2,03x	2.907,45	7.242,26	0,40x	
			2020	154.959,42	132.956,15	1,17x	- 782,16	8.803,32	(0,09x)	
			2021	129.645,64	128.790,40	1,01x	2.423,12	8.378,45	0,29x	
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
		Deborah Group S.r.l.	2015	18.461,87	6.790,83	2,72x	213,82	5.950,40	0,04x	
			2016	18.751,08	4.273,13	4,39x	-4.508,84	8.091,57	(0,56x)	
			2017	17.835,52	4.967,60	3,59x	-6.311,61	9.444,36	(0,67x)	
			2018	12.733,38	4.620,32	2,76x	-5.661,96	7.596,58	(0,75x)	
			2019	5.459,12	3.142,62	1,74x	-6.794,78	7.523,13	(0,90x)	
			2020	2.685,45	1.976,11	1,36x	-7.783,49	5.681,16	(1,37x)	
			2021	613,04	12.280,46	0,05x	-9.274,95	4.973,39	(1,86x)	
	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
13	29/04/2016	Inalca S.p.A.	2013	400.979,00	124.889,00	3,21x	50.544,55	21.163,48	2,39x	
			2014	227.424,00	121.280,00	1,88x	54.433,27	21.050,17	2,59x	
			2015	233.843,00	112.001,00	2,09x	57.377,95	18.297,75	3,14x	
			2016	334.051,00	117.890,00	2,83x	58.801,08	21.782,59	2,70x	
			2017	355.319,00	108.475,00	3,28x	59.758,77	21.026,19	2,84x	
			2018	419.253,00	117.863,00	3,56x	52.510,44	26.282,84	2,00x	
			2019	436.580,00	139.397,00	3,13x	49.407,16	28.150,73	1,76x	
			Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
			Unipeg Soc.Coop.Agricola	2013	80.624,14	1.989,81	40,52x	2.945,57	48,99	60,12x
				2014	72.715,51	2.033,18	35,76x	2.925,53	49,36	59,27x
			2015	88.317,32	-4.775,69	(18,49x)	3.194,98	49,77	64,19x	
			2016	16.094,90	22.294,03	0,72x	325,84	-63,38	(5,14x)	
			2017	12.072,42	217,60	55,48x	198,13	177,78	1,11x	
	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
14	30/09/2015	R.T.I. S.p.A.	2012	693,00	764.977,00	0,00x	4.789,17	4.631,00	1,03x	
			2013	12.367,00	822.010,00	0,02x	3.565,09	2.491,50	1,43x	
			2014	- 31,00	710.537,00	(0,00x)	2.108,12	2.703,10	0,78x	
			2015	5.506,00	524.152,00	0,01x	1.309,65	3.103,72	0,42x	
			2016	67,00	343.868,00	0,00x	1.449,31	3.448,67	0,42x	
			2017	77,00	494.846,00	0,00x	1.914,77	4.477,25	0,43x	
			2018	- 38,00	431.439,00	(0,00x)	1.531,41	5.152,04	0,30x	
			Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
			Monradio S.r.l (80% Stake)	2012	0,30	-1.085,58	(0,00x)	1.313,01	274,44	4,78x
				2013	- 0,12	-4.246,03	0,00x	1.334,83	227,51	5,87x
			2014	0,05	-4.358,77	(0,00x)	1.453,44	141,58	10,27x	
			2015	- 1,00	-3.463,00	0,00x	933,27	414,45	2,25x	
			2016	- 1,00	-2.751,00	0,00x	1.559,52	261,91	5,95x	
			2017	- 1,00	-3.688,00	0,00x	1.701,74	758,49	2,24x	
			2018	- 1,00	- 704,00	0,00x	1.441,37	1.290,08	1,12x	
	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
15	03/05/2016	Rimorchiatori Riuniti S.p.A.	2013	90.696,83	35.289,44	2,57x	4.149,11	1.233,96	3,36x	
			2014	155.987,38	46.562,41	3,35x	2.883,67	1.057,82	2,73x	
			2015	138.720,00	61.550,00	2,25x	6.432,62	1.103,29	5,83x	
			2016	210.821,00	57.743,00	3,65x	5.887,77	105,15	56,00x	
			2017	60.427,00	65.311,00	0,93x	4.875,58	2.269,32	2,15x	
			2018	115.564,00	74.476,00	1,55x	4.281,83	1.021,38	4,19x	
			2019	137.713,00	64.941,00	2,12x	1.338,60	779,54	1,72x	
			Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
			Rimorchiatori Augusta S.p.A.	2013	13.856,16	3.780,00	3,67x	128.658,18	9.262,21	13,89x
				2014	11.148,75	6.195,28	1,80x	149.858,32	8.402,29	17,84x
			2015	9.305,47	8.667,96	1,07x	122.953,64	13.442,82	9,15x	
			2016	9.232,01	11.017,29	0,84x	121.335,74	15.281,27	7,94x	
			2017	8.040,00	10.958,00	0,73x	84.437,06	10.536,19	8,01x	
			2018	11.447,00	10.913,00	1,05x	62.997,52	6.449,34	9,77x	
			2019	-1.351,00	6.610,00	(0,20x)	53.148,68	8.114,01	6,55x	

16	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers		
	04/05/2018	I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.	2015	57.505,00	146.745,00	0,39x	45.131,49	28.985,78	1,56x		
			2016	-8.607,00	179.387,00	(0,05x)	4.246,99	35.764,17	0,12x		
			2017	-48.796,00	204.615,00	(0,24x)	672,52	36.265,90	0,02x		
			2018	148.635,00	252.032,00	0,59x	-2.828,37	36.044,85	(0,08x)		
			2019	545.387,00	272.809,00	2,00x	20.725,29	38.607,07	0,54x		
			2020	531.292,00	244.338,00	2,17x	14.874,56	37.806,55	0,39x		
			2021	25.618,00	296.935,00	0,09x	11.594,68	50.358,26	0,23x		
	04/05/2018	Tissue Machinery Company (82.5% Stake)	2015	12.236,94	3.698,63	3,31x	- 963,36	1.582,64	(0,61x)		
			2016	11.573,11	2.967,49	3,90x	-1.108,21	2.820,68	(0,39x)		
			2017	11.190,56	1.248,90	8,96x	-2.150,53	3.262,12	(0,66x)		
			2018	12.751,32	-4.695,16	(2,72x)	-1.559,00	3.906,64	(0,40x)		
			2019	9.639,00	3.546,00	2,72x	- 653,48	3.257,02	(0,20x)		
			2020	8.478,00	1.477,00	5,74x	-2.052,00	3.612,86	(0,57x)		
2021			2.169,00	2.160,00	1,00x	-1.812,14	4.487,00	(0,40x)			
Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers			
17	24/02/2016	Recipharm Italia S.p.A	2013	23.657,09	74,62	317,04x	8.839,77	1.893,58	4,67x		
			2014	- 53,98	- 30,64	1,76x	8.895,43	1.781,83	4,99x		
			2015	- 153,15	- 8,40	18,24x	10.148,56	2.475,48	4,10x		
			2016	-2.689,01	- 53,49	50,27x	7.649,77	2.189,35	3,49x		
			2017	- 168,80	301,77	(0,56x)	4.953,60	1.759,01	2,82x		
			2018	-1.902,64	- 309,81	6,14x	4.926,09	2.114,52	2,33x		
			2019	- 381,64	- 141,00	2,71x	1.424,36	2.945,60	0,48x		
			24/02/2016	Mitim S.r.l.	2013	137,67	634,48	0,22x	1.093,57	4.683,42	0,23x
					2014	395,83	1.492,66	0,27x	515,64	5.141,35	0,10x
	18	14/10/2016	Sabelli S.p.A.	2015	9.938,80	- 293,74	(33,83x)	8.467,27	5.535,14	1,53x	
2014				6.555,28	4.367,58	1,50x	8.325,35	6.091,25	1,37x		
2015				2.278,57	8.128,94	0,28x	8.578,12	6.235,72	1,38x		
2016				12.793,34	8.786,67	1,46x	7.126,99	6.387,11	1,12x		
2017				5.383,30	6.282,81	0,86x	7.473,21	5.960,33	1,25x		
2018				2.082,49	6.202,39	0,34x	6.836,34	6.583,31	1,04x		
2019				14.324,74	3.903,05	3,67x	8.071,68	7.060,01	1,14x		
14/10/2016				Trevisanalat s.p.a. (79% Stake)	2013	6.352,49	931,91	6,82x	5.945,41	2.319,67	2,56x
					2014	4.613,98	2.675,69	1,72x	7.597,72	2.578,12	2,95x
19		25/10/2018	Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa	2015	3.291,91	4.358,99	0,76x	5.774,58	3.595,36	1,61x	
	2016			7.164,99	2.730,22	2,62x	5.198,81	4.744,96	1,10x		
	2017			5.636,32	614,44	9,17x	5.494,30	5.327,17	1,03x		
	2018			5.815,31	2.275,24	2,56x	7.929,26	6.418,74	1,24x		
	2019			- 421,79	658,29	(0,64x)	8.169,70	5.507,32	1,48x		
	25/10/2018			Temakinho Italia SRL	2015	70,02	340,45	0,21x	- 625,01	650,23	(0,96x)
					2016	139,15	233,01	0,60x	- 516,74	748,95	(0,69x)
	25/10/2018				2017	2.002,16	1.553,54	1,29x	- 908,96	925,84	(0,98x)
	Completion Date			Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	19	25/10/2018	Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa	2015	33.738,00	25.845,08	1,31x	2.908,75	4.187,12	0,69x	
2016				130.172,65	32.512,08	4,00x	6.816,55	3.155,98	2,16x		
2017				167.972,51	43.023,17	3,90x	11.120,20	5.123,58	2,17x		
2018				230.253,88	45.686,89	5,04x	13.388,44	6.111,68	2,19x		
2019				252.505,73	61.152,17	4,13x	18.365,54	7.273,27	2,53x		
2020				270.300,80	10.212,08	26,47x	23.386,47	-940,93	(24,85x)		
2021				285.470,72	21.565,50	13,24x	21.121,01	2.915,84	7,24x		
25/10/2018				Temakinho Italia SRL	2015	70,02	340,45	0,21x	- 625,01	650,23	(0,96x)
					2016	139,15	233,01	0,60x	- 516,74	748,95	(0,69x)
25/10/2018			2017	2.002,16	1.553,54	1,29x	- 908,96	925,84	(0,98x)		

			2018	2.163,37	3.000,05	0,72x	- 928,03	1.194,65	(0,78x)
			2019	6.754,94	739,32	9,14x	- 600,03	1.659,88	(0,36x)
			2020	5.726,13	- 631,83	(9,06x)	629,34	285,99	2,20x
			2021	7.703,32	- 0,09	(87537,75x)	244,60	1.031,41	0,24x
20	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	24/03/2016	Tinexta S.p.A.	2014	24.188,74	11.716,10	2,06x	#DIV/0!	-	#DIV/0!
			2015	50.432,00	25.406,00	1,99x	78.262,12	18.669,16	4,19x
			2016	52.283,00	28.868,00	1,81x	62.229,37	17.415,39	3,57x
			2017	83.620,00	34.383,00	2,43x	15.554,41	3.205,62	4,85x
			2018	107.659,00	65.656,00	1,64x	44.253,91	9.441,70	4,69x
			2019	135.440,00	70.319,00	1,93x	42.393,33	12.790,44	3,31x
	24/03/2016	Co.Mark S.p.A. (70% Stake)	2013	- 348,65	3.656,98	(0,10x)	-1.881,74	1.555,18	(1,21x)
			2014	-1.007,43	4.436,34	(0,23x)	- 771,85	986,35	(0,78x)
			2015	-2.211,25	4.404,75	(0,50x)	- 827,30	1.312,71	(0,63x)
2016			-6.613,80	6.805,79	(0,97x)	-1.464,94	1.028,64	(1,42x)	
2017			- 56,00	6.357,00	(0,01x)	-1.377,50	1.508,42	(0,91x)	
2018			- 76,00	6.317,00	(0,01x)	-1.385,66	2.063,90	(0,67x)	
		2019	1.690,00	5.635,00	0,30x	-1.067,00	2.792,04	(0,38x)	
21	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	30/11/2017	Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa	2014	18.399,12	20.724,66	0,89x	4.959,71	3.985,22	1,24x
			2015	33.738,00	25.845,08	1,31x	2.908,75	4.187,12	0,69x
			2016	130.172,65	32.512,08	4,00x	6.816,55	3.155,98	2,16x
			2017	167.972,51	43.023,17	3,90x	11.120,20	5.123,58	2,17x
			2018	230.253,88	45.686,89	5,04x	13.388,44	6.111,68	2,19x
			2019	252.505,73	61.152,17	4,13x	18.365,54	7.273,27	2,53x
	30/11/2017	America Graffiti Franchising S.r.l.	2020	270.300,80	10.212,08	26,47x	23.386,47	-940,93	(24,85x)
			2014	-	1.086,20	#VALORE!	1.302,45	359,91	3,62x
			2015	-	1.725,32	#VALORE!	1.115,25	301,18	3,70x
2016			-1.692,50	2.531,15	(0,67x)	1.433,88	305,01	4,70x	
2017			-1.424,04	2.667,86	(0,53x)	1.105,18	361,82	3,05x	
2018			1.072,41	1.873,26	0,57x	663,79	300,68	2,21x	
		2019	2.095,86	2.422,42	0,87x	-1.168,44	327,99	(3,56x)	
		2020	3.181,05	449,58	7,08x	1.793,79	-403,28	(4,45x)	
22	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	08/09/2017	Indel B S.p.A.	2014	5.779,18	9.094,59	0,64x	- 639,94	7.427,35	(0,09x)
			2015	10.114,20	13.269,50	0,76x	-4.416,78	7.143,79	(0,62x)
			2016	9.165,00	13.407,00	0,68x	-5.066,21	7.388,62	(0,69x)
			2017	14.684,00	15.975,00	0,92x	-6.184,16	7.577,66	(0,82x)
			2018	5.861,00	22.218,00	0,26x	-1.829,09	6.720,99	(0,27x)
			2019	12.553,00	21.300,00	0,59x	- 424,41	6.902,79	(0,06x)
	08/09/2017	Autoclima S.p.A.	2020	4.587,00	15.657,00	0,29x	-6.101,28	7.302,85	(0,84x)
			2014	3.269,66	2.088,17	1,57x	-4.476,01	3.483,03	(1,29x)
			2015	2.619,96	2.490,70	1,05x	-7.625,16	4.205,86	(1,81x)
2016			1.145,25	3.160,51	0,36x	-6.531,77	4.945,06	(1,32x)	
2017			- 254,57	3.252,25	(0,08x)	-6.246,47	5.546,94	(1,13x)	
2018			- 611,07	4.204,90	(0,15x)	-6.564,79	4.026,16	(1,63x)	
		2019	578,16	3.825,50	0,15x	-6.384,79	4.173,05	(1,53x)	
		2020	-2.668,26	3.217,29	(0,83x)	-7.236,76	3.039,32	(2,38x)	
23	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	30/11/2017	Tinexta S.p.A.	2014	24.188,74	11.716,00	2,06x	78.262,12	18.669,16	4,19x
			2015	50.432,00	25.406,00	1,99x	62.229,37	17.415,39	3,57x
			2016	52.383,00	28.868,00	1,81x	15.554,41	3.205,62	4,85x
			2017	83.620,00	34.383,00	2,43x	44.253,91	9.441,70	4,69x
			2018	107.659,00	65.656,00	1,64x	42.393,33	12.790,44	3,31x
			2019	135.440,00	70.319,00	1,93x	28.293,82	11.824,33	2,39x
		2020	98.060,00	77.283,00	1,27x	37.114,50	12.679,84	2,93x	
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers

		Warrant Hub SpA (70% Stake)	2014	2.612,11	555,29	4,70x	- 594,62	3.618,76	(0,16x)	
			2015	1.291,51	2.541,64	0,51x	-2.155,44	3.604,24	(0,60x)	
			2016	-1.568,44	6.510,83	(0,24x)	-2.175,03	3.909,83	(0,56x)	
			2017	-4.780,78	15.382,33	(0,31x)	-6.169,54	2.709,11	(2,28x)	
			2018	-3.062,05	24.060,78	(0,13x)	-5.122,34	3.568,00	(1,44x)	
			2019	1.700,00	29.479,00	0,06x	-5.140,44	3.813,93	(1,35x)	
			2020	803,00	29.278,00	0,03x	-5.916,21	5.411,39	(1,09x)	
24	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
	23/11/2018	Carel Industries SpA	2015	-17.141,35	37.511,28	(0,46x)	-11.388,42	10.003,94	(1,14x)	
			2016	13.908,94	42.493,74	0,33x	-10.349,85	12.697,91	(0,82x)	
			2017	6.752,00	50.564,00	0,13x	-8.447,64	11.604,10	(0,73x)	
			2018	59.014,00	46.767,00	1,26x	-8.513,84	11.210,49	(0,76x)	
			2019	61.631,00	63.096,00	0,98x	-7.783,78	14.677,21	(0,53x)	
			2020	56.518,00	64.120,00	0,88x	-4.476,73	13.036,99	(0,34x)	
	23/11/2018	Target	2021	108.147,00	85.090,00	1,27x	-5.207,35	14.288,40	(0,36x)	
			Recuperator S.p.A.	2015	-2.393,52	1.320,77	(1,81x)	53,12	1.491,66	0,04x
				2016	-6.704,55	1.792,81	(3,74x)	273,60	1.441,25	0,19x
				2017	-6.892,55	1.669,59	(4,13x)	-1.326,14	1.855,27	(0,71x)
				2018	- 974,35	845,94	(1,15x)	-3.059,57	2.285,29	(1,34x)
2019				-2.958,34	1.782,78	(1,66x)	-4.246,17	2.152,37	(1,97x)	
2020	-4.127,40	1.468,07		(2,81x)	-2.685,52	1.829,44	(1,47x)			
2021	-1.366,64	1.294,42	(1,06x)	-3.552,86	2.303,09	(1,54x)				
25	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
	27/09/2017	Mittel Private Equity SpA	2014	92.242,00	-24.317,00	(3,79x)	6.763,81	1.072,08	6,31x	
			2015	3.937,00	-17.310,00	(0,23x)	6.901,12	1.310,32	5,27x	
			2016	-4.838,00	-14.378,00	0,34x	5.761,89	2.134,99	2,70x	
			2017	-74.656,00	-14.378,00	5,19x	9.259,60	2.510,44	3,69x	
			2018	-157.992,00	8.701,00	(18,16x)	9.304,97	2.343,14	3,97x	
			2020	120.304,00	19.260,00	6,25x	6.750,45	1.797,35	3,76x	
	27/09/2017	Target	2020	165.325,00	20.479,00	8,07x	9.146,20	1.477,34	6,19x	
			Industria Metallurgica Carmagnolese Srl (75% Stake)	2014	-8.460,11	12.297,39	(0,69x)	590,13	3.072,34	0,19x
				2015	-8.023,81	12.166,69	(0,66x)	878,30	3.493,07	0,25x
				2016	-14.608,86	11.067,34	(1,32x)	21,10	3.678,61	0,01x
				2017	22.564,15	11.630,90	1,94x	709,47	3.887,07	0,18x
2018				15.052,26	8.949,24	1,68x	170,08	2.535,58	0,07x	
2019	13.419,76	3.781,40		3,55x	1.515,64	1.855,55	0,82x			
2020	9.606,90	5.014,66	1,92x	681,71	1.745,34	0,39x				
26	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
	23/12/2015	HERAmbiente S.p.A.	2012	308.682,00	124.249,00	2,48x	8.599,48	9.400,33	0,91x	
			2013	278.005,00	145.125,00	1,92x	6.159,14	20.586,93	0,30x	
			2014	243.677,00	141.632,00	1,72x	9.779,15	24.522,40	0,40x	
			2015	46.297,00	141.801,00	0,33x	5.473,60	25.900,35	0,21x	
			2016	29.165,00	135.135,00	0,22x	19.351,05	30.380,47	0,64x	
			2017	45.504,00	145.573,00	0,31x	17.917,82	30.748,57	0,58x	
	23/12/2015	Target	2018	41.900,00	153.500,00	0,27x	20.045,78	34.832,50	0,58x	
			Waste Recycling S.p.A.	2012	7.370,33	3.236,84	2,28x	24.980,31	10.284,59	2,43x
				2013	5.668,37	4.292,88	1,32x	21.631,85	9.848,29	2,20x
				2014	4.542,78	5.390,70	0,84x	20.827,31	10.161,07	2,05x
				2015	5.644,98	4.104,83	1,38x	14.197,89	9.715,29	1,46x
2016				3.687,72	5.988,79	0,62x	13.651,35	9.218,75	1,48x	
2017	5.926,24	3.736,09		1,59x	7.314,99	9.584,78	0,76x			
2018	4.112,43	5.141,30	0,80x	5.560,83	9.577,38	0,58x				
27	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
	03/07/2017	Emak S.p.A.	2014	76.775,00	32.120,00	2,39x	5.202,53	9.313,49	0,56x	
			2015	107.759,00	36.741,00	2,93x	5.762,21	8.996,47	0,64x	
			2016	90.332,00	40.531,00	2,23x	7.440,02	10.241,46	0,73x	
			2017	133.387,00	44.674,00	2,99x	-3.794,46	11.544,77	(0,33x)	
			2018	120.085,00	50.671,00	2,37x	-1.791,96	11.786,55	(0,15x)	

			2019	149.216,00	46.992,00	3,18x	-3.659,09	12.909,62	(0,28x)	
			2020	127.075,00	56.777,00	2,24x	-5.872,27	12.341,91	(0,48x)	
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
		Lavorwash S.p.A. (83.1% Stake)	2014	-11.832,11	6.398,86	(1,85x)	7.348,93	5.676,67	1,29x	
			2015	-15.494,30	5.928,46	(2,61x)	4.988,36	6.311,08	0,79x	
			2016	-11.883,92	6.682,20	(1,78x)	1.772,66	7.313,18	0,24x	
			2017	-15.904,51	7.053,28	(2,25x)	1.969,21	7.784,38	0,25x	
			2018	-15.352,07	8.590,40	(1,79x)	4.082,46	8.933,01	0,46x	
			2019	-7.184,62	4.783,99	(1,50x)	-1.406,28	8.185,28	(0,17x)	
			2020	-7.577,48	5.637,46	(1,34x)	-357,31	8.716,98	(0,04x)	
	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
28	17/09/2018	Voilap Holding Srl	2015	-3.800,41	14.595,52	(0,26x)	17.824,51	3.778,30	4,72x	
			2016	64.362,00	25.162,00	2,56x	21.878,07	4.147,70	5,27x	
			2017	42.581,00	38.689,00	1,10x	22.179,28	5.044,15	4,40x	
			2018	68.894,00	40.101,00	1,72x	20.333,85	3.882,66	5,24x	
			2019	83.011,00	44.352,00	1,87x	21.560,45	3.982,03	5,41x	
			2020	67.384,00	26.646,00	2,53x	16.564,57	4.293,09	3,86x	
			2021	33.905,00	43.090,00	0,79x	18.696,95	5.903,26	3,17x	
			Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
		Imecon Engineering S.r.l. (70% Stake)	2015	4.887,03	1.260,55	3,88x	808,03	498,97	1,62x	
			2016	5.761,06	1.372,75	4,20x	3,19	943,31	0,00x	
2017	8.581,69		7.083,43	1,21x	287,16	1.063,46	0,27x			
2018	8.490,25		5.900,11	1,44x	914,08	1.029,53	0,89x			
2019	10.106,02		3.125,12	3,23x	12,55	1.161,12	0,01x			
2020	7.760,28		-5.907,39	(1,31x)	493,55	476,69	1,04x			
2021	8.328,57		-3.114,19	(2,67x)	550,32	464,22	1,19x			
	Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers		
	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
29	13/12/2017	Gennaro Auricchio S.p.A.	2014	49.177,15	9.735,38	5,05x	28.133,88	7.823,89	3,60x	
			2015	45.791,38	11.113,75	4,12x	24.537,09	9.113,37	2,69x	
			2016	40.347,76	10.963,00	3,68x	23.989,85	9.434,69	2,54x	
			2017	69.771,26	11.774,68	5,93x	18.944,97	7.815,65	2,42x	
			2018	81.402,50	13.273,35	6,13x	20.697,66	8.316,35	2,49x	
			2019	80.861,96	10.803,84	7,48x	23.951,90	8.340,27	2,87x	
			2020	74.228,23	11.256,88	6,59x	18.192,27	7.895,86	2,30x	
			Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
		Cascine Emiliane SpA (90% Stake)	2014	11.260,97	1.328,19	8,48x	7.232,15	1.532,92	4,72x	
			2015	14.283,31	1.305,71	10,94x	6.460,70	1.712,75	3,77x	
2016	19.207,88		1.427,08	13,46x	8.060,86	1.487,40	5,42x			
2017	24.614,70		2.147,85	11,46x	7.448,67	1.748,01	4,26x			
2018	37.228,48		1.924,96	19,34x	7.961,22	2.237,76	3,56x			
2019	38.906,59		3.383,02	11,50x	7.462,57	2.364,87	3,16x			
2020	38.535,78		-716,14	(53,81x)	8.390,96	1.929,65	4,35x			
	Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers		
	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
30	06/04/2018	Italgas S.p.A.	2016	3.618.000,00	105.000,00	34,46x	11.782,21	4.648,80	2,53x	
			2017	1.068.457,00	772.473,00	1,38x	12.739,76	6.621,92	1,92x	
			2018	972.442,00	854.828,00	1,14x	9.307,07	9.497,00	0,98x	
			2019	287.623,00	917.964,00	0,31x	21.575,68	8.933,47	2,42x	
			2020	886.900,00	1.051.325,00	0,84x	21.652,54	3.528,10	6,14x	
			2021	393.611,00	1.038.733,00	0,38x	21.592,39	10.633,40	2,03x	
			Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
		Medea S.p.A.	2015	4.101,93	2.228,73	1,84x	2.554,95	5.001,25	0,51x	
			2016	3.007,01	2.640,70	1,14x	2.102,43	5.096,51	0,41x	
			2017	2.467,95	2.348,39	1,05x	-1.671,51	4.188,36	(0,40x)	
2018	-66,32		2.415,25	(0,03x)	-890,34	5.264,98	(0,17x)			
2019	887,00		4.816,00	0,18x	-258,02	4.850,11	(0,05x)			
2020	647,00		4.877,00	0,13x	1.152,92	7.808,45	0,15x			
2021	1.414,00	11.863,00	0,12x	718,34	7.233,08	0,10x				
	Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers		
	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
31	03/04/2017	Ascopiave SpA	2014	141.032,00	81.019,00	1,74x	20.418,94	11.902,73	1,72x	
			2015	117.776,00	82.338,00	1,43x	20.930,29	14.386,17	1,45x	

			2016	94.118,00	96.075,00	0,98x	19.918,13	14.968,02	1,33x
			2017	119.866,00	84.409,00	1,42x	21.882,52	14.751,75	1,48x
			2018	119.620,00	80.036,00	1,49x	21.064,24	13.881,81	1,52x
			2019	205.563,00	44.899,00	4,58x	17.145,41	14.441,97	1,19x
			2020	340.787,00	64.452,00	5,29x	7.380,71	9.881,68	0,75x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
		Pasubio Group S.p.A.	2014	6.161,48	3.235,67	1,90x	3.126,26	2.290,98	1,36x
			2015	7.561,20	3.394,56	2,23x	2.840,71	2.439,74	1,16x
			2016	5.077,25	2.396,36	2,12x	2.654,89	2.254,27	1,18x
			2017	- 502,99	2.129,68	(0,24x)	2.963,54	2.339,62	1,27x
			2018	- 87,62	3.133,06	(0,03x)	2.423,05	2.281,61	1,06x
			2019	- 214,56	1.875,09	(0,11x)	2.223,23	2.247,86	0,99x
			2020	- 186,52	2.349,97	(0,08x)	1.938,17	1.893,22	1,02x
32	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	05/05/2016	Interpump Group S.p.A.	2013	89.523,00	102.362,00	0,87x	4.507,19	5.629,33	0,80x
			2014	152.643,00	135.264,00	1,13x	1.553,92	5.949,13	0,26x
			2015	255.064,00	179.650,00	1,42x	5.120,88	6.458,34	0,79x
			2016	257.263,00	197.428,00	1,30x	824,72	6.393,34	0,13x
			2017	273.542,00	248.648,00	1,10x	-2.833,02	7.749,16	(0,37x)
			2018	287.339,00	286.223,00	1,00x	-1.773,20	9.086,20	(0,20x)
			2019	370.814,00	315.594,00	1,17x	-3.003,26	9.602,27	(0,31x)
	Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
	Tubiflex S.p.A. (80% Stake)	2013	-1.057,57	4.123,53	(0,26x)	- 121,54	-67,57	1,80x	
		2014	-2.458,51	4.792,05	(0,51x)	429,13	1.363,25	0,31x	
		2015	-3.987,49	5.330,10	(0,75x)	28,78	1.346,34	0,02x	
		2016	-6.467,18	4.358,22	(1,48x)	52,13	1.375,00	0,04x	
2017		-3.400,35	4.819,84	(0,71x)	256,30	1.826,07	0,14x		
2018		-2.677,13	5.122,96	(0,52x)	992,50	2.061,70	0,48x		
2019		-3.850,58	5.706,47	(0,67x)	754,24	1.898,98	0,40x		
33	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	30/12/2016	Gruppo Societa' Gas Rimini Spa	2013	19.138,76	43.277,93	0,44x	3.507,40	25.133,73	0,14x
			2014	22.275,70	38.627,52	0,58x	518,65	19.066,32	0,03x
			2015	-12.429,89	40.063,08	(0,31x)	- 557,20	20.368,61	(0,03x)
			2016	6.567,79	45.136,53	0,15x	-3.043,37	35.484,36	(0,09x)
			2017	4.991,73	50.611,57	0,10x	985,46	36.949,86	0,03x
			2018	8.755,68	41.830,07	0,21x	- 527,74	30.211,16	(0,02x)
			2019	2.243,67	46.858,79	0,05x	915,44	35.384,41	0,03x
	Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
	Astea Energia SPA (70% Stake)	2013	-2.389,20	3.552,07	(0,67x)	132,10	3.226,33	0,04x	
		2014	-1.169,01	2.822,94	(0,41x)	8.348,46	5.922,61	1,41x	
		2015	-1.152,14	4.009,63	(0,29x)	4.450,23	5.226,77	0,85x	
		2016	-1.316,31	3.360,57	(0,39x)	4.370,75	6.405,34	0,68x	
2017		-4.265,60	3.321,66	(1,28x)	5.363,92	5.361,80	1,00x		
2018		-6.765,72	4.405,10	(1,54x)	-3.946,10	6.050,90	(0,65x)		
2019		-6.370,00	3.509,23	(1,82x)	10.166,96	6.310,46	1,61x		
34	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	30/05/2018	Snam SpA	2015	3.968.000,00	2.860.000,00	1,39x	820.570,50	261.588,50	3,14x
			2016	3.446.000,00	1.944.000,00	1,77x	935.647,53	289.265,83	3,23x
			2017	3.228.000,00	2.015.000,00	1,60x	660.361,55	296.966,49	2,22x
			2018	3.102.000,00	2.069.000,00	1,50x	841.047,70	317.159,72	2,65x
			2019	2.875.000,00	2.177.000,00	1,32x	752.982,22	342.083,37	2,20x
			2020	4.753.000,00	2.169.000,00	2,19x	734.812,37	208.456,96	3,53x
			2021	4.883.000,00	2.234.000,00	2,19x	615.575,60	280.915,37	2,19x
	Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
	TEP Energy Solution S.r.l. (82% Stake)	2015	- 901,53	411,77	(2,19x)	23.375,39	8.465,05	2,76x	
		2016	-1.056,56	309,00	(3,42x)	22.234,31	9.619,03	2,31x	
		2017	-5.770,49	5.792,26	(1,00x)	20.529,48	18.133,53	1,13x	
		2018	- 37,29	1.752,89	(0,02x)	- 493,92	17.604,96	(0,03x)	
2019		- 23,00	-5.076,61	0,00x	-5.168,13	18.799,75	(0,27x)		
2020		- 841,11	3.184,25	(0,26x)	-7.530,13	13.279,07	(0,57x)		
2021		- 643,43	22.560,52	(0,03x)	-13.068,70	18.831,98	(0,69x)		

35	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	22/06/2017	Mittel Private Equity SpA	2014	92.242,00	-23.769,00	(3,88x)	6.763,81	1.072,08	6,31x
			2015	3.937,00	-24.317,00	(0,16x)	6.901,12	1.310,32	5,27x
			2016	-4.838,00	-17.310,00	0,28x	5.761,89	2.134,99	2,70x
			2017	-74.656,00	-14.378,00	5,19x	9.259,60	2.510,44	3,69x
			2018	-157.992,00	8.701,00	(18,16x)	9.304,97	2.343,14	3,97x
			2019	120.304,00	19.260,00	6,25x	6.750,45	1.797,35	3,76x
			2020	165.325,00	20.479,00	8,07x	9.146,20	1.477,34	6,19x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	22/06/2017	Ceramica Cielo S.p.A. (80% Stake)	2014	2.108,24	2.917,41	0,72x	201,66	1.116,80	0,18x
			2015	1.526,70	3.326,11	0,46x	1.140,24	887,12	1,29x
			2016	3.016,53	3.988,05	0,76x	153,53	1.927,44	0,08x
			2017	786,51	5.874,07	0,13x	- 770,27	2.330,90	(0,33x)
			2018	-3.983,12	6.800,53	(0,59x)	49,69	2.539,54	0,02x
2019			-8.507,15	8.047,63	(1,06x)	-1.285,17	2.269,09	(0,57x)	
2020			-8.106,88	5.701,09	(1,42x)	-3.160,42	2.712,03	(1,17x)	
Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
36	13/12/2016	Coeclerici S.p.A.	2013	159.527,00	27.836,00	5,73x	9.079,91	1.411,85	6,43x
			2014	183.443,00	24.531,00	7,48x	11.336,34	3.141,33	3,61x
			2015	155.405,00	10.292,00	15,10x	8.154,56	4.081,78	2,00x
			2016	129.070,00	30.561,00	4,22x	29.161,01	4.338,32	6,72x
			2017	50.614,00	47.984,00	1,05x	19.395,87	3.965,50	4,89x
			2018	53.947,00	61.400,00	0,88x	25.766,99	4.369,87	5,90x
			2019	55.013,00	26.364,00	2,09x	15.634,71	7.275,47	2,15x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	13/12/2016	IMS Deltamatic S.p.A. (67% Stake)	2013	6.296,55	3.414,38	1,84x	- 660,55	4.309,68	(0,15x)
			2014	9.127,47	2.163,52	4,22x	-1.771,87	4.217,10	(0,42x)
2015			7.471,05	3.613,70	2,07x	-4.480,54	5.427,29	(0,83x)	
2016			1.773,59	- 639,23	(2,77x)	-3.860,08	6.303,40	(0,61x)	
2017			-7.465,00	5.996,00	(1,24x)	-2.121,24	6.807,47	(0,31x)	
2018			1.530,00	-1.740,00	(0,88x)	365,82	5.983,22	0,06x	
2019	14.277,00	-1.438,00	(9,93x)	- 396,25	6.541,67	(0,06x)			
Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
37	21/07/2016	Tinexta S.p.A.	2014	24.188,74	11.716,10	2,06x	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!
			2015	50.432,00	25.406,00	1,99x	78.262,12	18.669,16	4,19x
			2016	52.383,00	28.868,00	1,81x	62.229,37	17.415,39	3,57x
			2017	83.620,00	34.383,00	2,43x	15.554,41	3.205,62	4,85x
			2018	107.659,00	65.656,00	1,64x	44.253,91	9.441,70	4,69x
			2019	135.440,00	70.319,00	1,93x	42.393,33	12.790,44	3,31x
			2020	135.440,00	70.319,00	1,93x	28.293,82	11.824,33	2,39x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	21/07/2016	Visura SpA (60% Stake)	2013	-6.813,31	2.692,69	(2,53x)	- 294,30	1.154,44	(0,25x)
			2014	-5.216,62	2.926,00	(1,78x)	- 136,48	909,40	(0,15x)
2015			-6.589,96	3.113,46	(2,12x)	21,68	1.166,99	0,02x	
2016			-2.973,26	2.849,86	(1,04x)	- 542,53	1.504,64	(0,36x)	
2017			1.342,00	3.121,00	0,43x	- 390,46	1.208,06	(0,32x)	
2018			274,00	5.501,00	0,05x	- 222,01	2.238,06	(0,10x)	
2019	1.727,00	6.387,00	0,27x	- 56,24	3.544,98	(0,02x)			
Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers	
38	05/05/2017	Pastificio Di Martino Gaetano & F. Lli SpA	2014	33.518,68	4.069,87	8,24x	21.377,84	7.211,78	2,96x
			2015	34.197,32	4.684,42	7,30x	20.664,73	8.436,13	2,45x
			2016	25.412,11	5.915,25	4,30x	17.510,49	8.153,28	2,15x
			2017	32.052,82	5.238,80	6,12x	20.659,46	8.505,95	2,43x
			2018	31.798,00	3.494,00	9,10x	26.123,14	9.224,06	2,83x
			2019	29.816,00	5.815,00	5,13x	29.879,71	11.071,66	2,70x
			2020	29.469,00	9.587,00	3,07x	45.715,15	11.697,02	3,91x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	05/05/2017		2014	10.894,71	- 571,17	(19,07x)	1.729,79	1.095,38	1,58x
			2015	9.467,01	- 132,57	(71,41x)	2.405,46	1.340,48	1,79x
2016			9.778,45	2.008,18	4,87x	1.749,92	1.605,63	1,09x	

		Grandi Pastai Italiani (66.67% Stake)	2017	1.627,57	1.676,04	0,97x	1.807,61	1.500,01	1,21x
			2018	3.722,27	521,95	7,13x	2.303,90	1.487,79	1,55x
			2019	12.306,00	- 999,00	(12,32x)	3.442,60	727,02	4,74x
			2020	8.921,00	-1.083,00	(8,24x)	4.494,26	871,29	5,16x
39	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	25/07/2017	I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.	2014	12.106,00	130.151,00	0,09x	54.128,63	25.774,57	2,10x
			2015	57.505,00	146.745,00	0,39x	45.131,49	28.985,78	1,56x
			2016	-8.607,00	179.387,00	(0,05x)	4.246,99	35.764,17	0,12x
			2017	-48.796,00	204.615,00	(0,24x)	672,52	36.265,90	0,02x
			2018	252.953,00	252.032,00	1,00x	-2.828,37	36.044,85	(0,08x)
			2019	525.952,00	272.809,00	1,93x	20.725,29	38.607,07	0,54x
			2020	537.989,00	244.338,00	2,20x	14.874,56	37.806,55	0,39x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	25/07/2017	Eurosicma S.p.A. (60% Stake)	2014	-8.333,25	3.815,73	(2,18x)	756,05	1.252,75	0,60x
			2015	-8.895,36	5.983,36	(1,49x)	1.284,05	1.334,70	0,96x
			2016	-9.011,39	2.874,80	(3,13x)	943,13	1.563,64	0,60x
2017			-9.824,56	2.961,19	(3,32x)	1.860,95	1.622,41	1,15x	
2018			-7.514,93	3.990,58	(1,88x)	3.092,29	1.760,23	1,76x	
2019			-8.166,48	3.182,60	(2,57x)	3.506,01	2.056,73	1,70x	
2020			-2.909,37	2.461,38	(1,18x)	3.322,08	1.704,63	1,95x	
40	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	04/07/2018	Itinera S.p.A.	2015	43.288,00	32.471,00	1,33x	61.185,11	67.591,65	0,91x
			2016	7.674,00	23.037,00	0,33x	52.373,56	50.047,69	1,05x
			2017	22.590,00	18.396,00	1,23x	104.158,19	70.696,41	1,47x
			2018	17.865,00	34.819,00	0,51x	181.300,76	- 125.126,20	(1,45x)
			2019	101.616,00	23.189,00	4,38x	184.710,71	28.918,96	6,39x
			2020	161.073,00	-3.370,00	(47,80x)	-6.158,41	31.616,02	(0,19x)
			2021	92.375,00	-25.270,00	(3,66x)	-5.242,83	55.924,02	(0,09x)
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	04/07/2018	SEA Segnaletica Stradale S.p.A.	2015	7.841,33	5.423,31	1,45x	4.632,42	1.432,37	3,23x
			2016	4.284,78	5.548,74	0,77x	7.437,92	3.543,51	2,10x
			2017	3.352,54	5.718,43	0,59x	9.656,77	2.210,19	4,37x
2018			1.106,69	6.052,80	0,18x	9.531,72	1.128,74	8,44x	
2019			- 262,70	6.181,89	(0,04x)	7.456,34	2.496,96	2,99x	
2020			-3.186,94	8.607,22	(0,37x)	10.830,92	3.383,77	3,20x	
2021			-4.868,32	8.433,33	(0,58x)	10.267,61	3.140,91	3,27x	

Allegato G – PFN/EBITDA per M&A con integrazione completa della Target

	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
1	20/12/2016	Open Fiber S.p.A.	2015	-5.000,00	-6,00	833,33x	5.557,57	19.523,35	0,28x
			2016	-38.935,56	-9.536,00	4,08x	7.395,76	26.159,64	0,28x
			2017	402.880,00	14.593,00	27,61x	4.151,65	15.311,05	0,27x
			2018	585.584,00	-15.812,00	(37,03x)	974,93	18.458,20	0,05x
			2019	1.606.806,00	33.130,00	48,50x	567,85	16.185,63	0,04x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
		Metroweb Italia S.p.A.	2013	-23.317,20	47.268,08	(0,49x)	33.469,83	2.969,05	11,27x
			2014	-8.646,35	49.176,20	(0,18x)	34.928,21	3.146,04	11,10x
			2015	48.920,50	53.309,12	0,92x	32.350,76	3.057,31	10,58x
		2	15/10/2018	Gamenet S.p.A.	2015	-42.080,18	61.573,84	(0,68x)	-2.912,24
2016	-6.441,00				47.608,00	(0,14x)	-33.460,75	15.663,24	(2,14x)
2017	-17.179,00				46.347,00	(0,37x)	-22.095,33	18.004,81	(1,23x)
2018	-45.383,00				65.046,00	(0,70x)	-25.237,96	20.432,97	(1,24x)
2019	-49.795,00				47.452,00	(1,05x)	-16.220,84	22.087,16	(0,73x)
2020	-91.950,00				17.161,00	(5,36x)	-13.301,67	21.357,76	(0,62x)
2021	8.162,00				16.320,00	0,50x	-13.418,23	23.132,12	(0,58x)
Target				PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
GoldBet S.r.l	2015			-10.656,12	3.627,63	(2,94x)	2.950,60	33.691,63	0,09x
	2016			-25.910,17	30.384,02	(0,85x)	-31.856,10	32.409,96	(0,98x)
	2017	-47.288,77	39.958,33	(1,18x)	-20.007,13	38.830,89	(0,52x)		
	2018	-5.648,05	53.201,79	(0,11x)	-24.365,62	33.691,06	(0,72x)		
3	22/02/2018	Edison S.p.A.	2015	125.000,00	1.566.000,00	0,08x	828.547,33	264.872,17	3,13x
			2016	232.000,00	1.044.000,00	0,22x	940.290,86	302.133,95	3,11x
			2017	22.000,00	780.000,00	0,03x	664.224,00	307.257,95	2,16x
			2018	334.000,00	789.000,00	0,42x	841.618,43	329.247,99	2,56x
			2019	775.000,00	589.000,00	1,32x	795.237,84	360.945,65	2,20x
			2020	710.000,00	645.000,00	1,10x	765.505,68	216.217,41	3,54x
			2021	916.000,00	835.000,00	1,10x	483.583,43	273.945,12	1,77x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
		Gas Natural Vendita Italia S.p.A	2015	80.761,34	24.993,38	3,23x	-2.476,79	9.618,68	(0,26x)
			2016	9.261,22	20.230,80	0,46x	-4.441,39	14.216,16	(0,31x)
2017	-575,54		-9.820,85	0,06x	-2.077,97	18.521,63	(0,11x)		
2018	-1.253,43		26.177,35	(0,05x)	1.254,28	21.928,50	0,06x		
4	04/08/2016	A2A SpA	2013	746.000,00	1.046.000,00	0,71x	865.110,57	843.820,71	1,03x
			2014	521.000,00	994.000,00	0,52x	651.994,77	638.037,78	1,02x
			2015	142.000,00	977.000,00	0,15x	516.642,82	609.454,00	0,85x
			2016	864.000,00	1.141.000,00	0,76x	455.160,54	516.868,11	0,88x
			2017	251.000,00	1.165.000,00	0,22x	552.278,84	545.099,89	1,01x
			2018	314.000,00	1.240.000,00	0,25x	520.124,78	597.518,67	0,87x
			2019	581.000,00	1.191.000,00	0,49x	485.660,11	654.847,33	0,74x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers

		Linea Group Holding SpA (51% Stake)	2013	-39.052,13	2.399,65	(16,27x)	49.778,64	23.108,44	2,15x
			2014	401.038,00	84.956,00	4,72x	55.298,59	21.814,34	2,53x
			2015	433.452,00	76.640,00	5,66x	47.585,25	29.926,34	1,59x
			2016	415.748,00	70.782,00	5,87x	61.629,66	26.987,36	2,28x
			2017	43.448,00	86.338,00	0,50x	39.772,17	29.023,36	1,37x
			2018	14.615,00	85.219,00	0,17x	57.291,72	26.343,36	2,17x
			2019	30.697,00	56.087,00	0,55x	59.789,30	25.408,09	2,35x
5	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	19/11/2015	SNAITECH S.p.a.	2012	371.018,00	54.439,00	6,82x	-1.611,75	37.740,34	(0,04x)
			2013	-37.858,00	27.316,00	(1,39x)	-5.700,92	30.386,94	(0,19x)
			2014	-64.491,00	107.517,00	(0,60x)	-135,03	37.854,63	(0,00x)
			2015	-52.570,00	96.490,00	(0,54x)	-2.157,10	21.165,04	(0,10x)
			2016	-76.620,00	121.455,00	(0,63x)	-6.378,43	31.880,32	(0,20x)
			2017	-134.710,00	139.576,00	(0,97x)	-13.316,59	39.841,01	(0,33x)
		2018	-100.447,00	145.664,00	(0,69x)	-16.555,44	42.293,95	(0,39x)	
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
		Cogetech S.p.A.	2012	374,89	43.440,78	0,01x	-898,60	89.407,96	(0,01x)
2013	80.095,08		-40.865,13	(1,96x)	-4.373,70	63.748,73	(0,07x)		
2014	25.199,74		38.023,01	0,66x	829,50	70.141,44	0,01x		
2015	-43.745,95		28.743,72	(1,52x)	-6.018,35	77.918,48	(0,08x)		
6	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	30/09/2016	Centrale del Latte d'Italia S.p.A.	2013	19.950,00	4.383,00	4,55x	53.090,56	9.679,98	5,48x
			2014	17.189,00	5.011,00	3,43x	43.430,53	11.315,47	3,84x
			2015	20.654,00	4.657,00	4,44x	43.238,77	14.709,73	2,94x
			2016	60.230,00	2.796,00	21,54x	38.097,10	12.016,02	3,17x
			2017	47.723,00	6.914,00	6,90x	41.280,28	12.522,06	3,30x
			2018	59.070,00	7.498,00	7,88x	38.140,00	12.582,12	3,03x
		2019	62.494,00	6.104,00	10,24x	44.436,26	12.967,51	3,43x	
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
		Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A.	2013	40.681,28	4.583,28	8,88x	8.296,85	5.953,99	1,39x
2014	39.280,73		5.298,10	7,41x	8.594,93	7.058,50	1,22x		
2015	36.658,84		4.796,32	7,64x	9.936,74	7.838,33	1,27x		
7	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	03/07/2017	Buzzi Unicem SpA	2014	-90.797,00	435.670,00	(0,21x)	36.966,46	8.762,83	4,22x
			2015	-32.355,00	475.038,00	(0,07x)	35.863,04	7.070,33	5,07x
			2016	-209.087,00	550.472,00	(0,38x)	29.635,86	8.355,60	3,55x
			2017	-356.015,00	511.704,00	(0,70x)	35.224,06	4.768,73	7,39x
			2018	303.880,00	577.231,00	0,53x	32.265,14	8.915,86	3,62x
			2019	430.302,00	731.766,00	0,59x	27.221,08	16.233,84	1,68x
		2020	98.542,00	779.865,00	0,13x	27.472,44	15.363,39	1,79x	
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
		Cementi Zillo S.p.A.	2014	50.495,17	9.831,66	5,14x	20.314,58	8.059,29	2,52x
2015	54.741,76		5.464,46	10,02x	19.387,52	7.110,00	2,73x		
2016	44.203,86		10.419,71	4,24x	14.674,16	7.280,76	2,02x		
8	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	27/07/2018	Alpitour S.p.A.	2015	20.834,00	26.435,00	0,79x	-108,14	2.739,94	(0,04x)
			2016	18.926,00	32.407,00	0,58x	779,64	4.235,56	0,18x
			2017	-	-	-	1.933,20	5.388,81	0,36x
			2018	28.633,00	53.393,00	0,54x	2.246,81	5.596,29	0,40x
			2019	107.135,00	59.154,00	1,81x	3.331,58	5.171,74	0,64x

			2020	994.995,00	-48.468,00	(20,53x)	6.911,22	-554,02	(12,47x)
			2021	1.439.850,00	19.218,00	74,92x	6.041,77	2.568,65	2,35x
	Target			PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	Eden travel group Srl		2015	-4.264,83	6.425,23	(0,66x)	2.625,52	2.597,24	1,01x
			2016	11.064,50	6.334,83	1,75x	1.073,65	3.801,91	0,28x
			2017	11.800,16	7.363,55	1,60x	907,12	5.003,68	0,18x
9	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	29/08/2016	Dedalus Holding S.p.A.	2013	21.070,00	6.133,00	3,44x	-767,68	5.328,26	(0,14x)
			2014	22.223,00	6.152,00	3,61x	-3.885,60	5.971,09	(0,65x)
			2015	33.428,00	4.712,00	7,09x	-4.842,78	7.092,21	(0,68x)
			2016	128.084,00	7.321,00	17,50x	-9.622,68	6.792,44	(1,42x)
			2017	153.606,00	22.334,00	6,88x	-13.257,45	11.539,14	(1,15x)
			2018	137.372,00	24.543,00	5,60x	-14.218,52	12.406,63	(1,15x)
			2019	142.321,00	22.694,00	6,27x	-7.867,81	14.892,82	(0,53x)
	Target			PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	NoemaLife SpA		2013	19.460,00	5.759,00	3,38x	470,00	2.065,01	0,23x
			2014	20.749,00	11.528,00	1,80x	1.788,01	1.821,83	0,98x
			2015	25.555,00	11.941,00	2,14x	2.404,91	2.507,81	0,96x
10	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	27/12/2017	Intek Group S.p.A.	2014	-36.752,00	64.111,00	(0,57x)	-26,98	72,28	(0,37x)
			2015	5.950,00	-6.580,00	(0,90x)	-79,03	64,95	(1,22x)
			2016	7.712,00	-4.351,00	(1,77x)	-2.672,42	59,60	(44,84x)
			2017	-13.266,00	-4.450,00	2,98x	-2.551,14	30,43	(83,83x)
			2018	-38.549,00	-3.439,00	11,21x	-1.396,94	30,39	(45,97x)
			2019	-32.580,00	-4.694,00	6,94x	-1.247,38	34,57	(36,09x)
			2020	14.346,00	-5.076,00	(2,83x)	-1.230,59	41,42	(29,71x)
	Target			PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	ErgyCapital S.p.A. (50.96% Stake)		2014	67.562,00	8.307,00	8,13x	-184,70	-10,65	17,35x
			2015	62.900,00	7.126,00	8,83x	-32,91	-18,04	1,82x
			2016	53.701,00	6.784,00	7,92x	-77,10	-10,64	7,24x
11	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	11/04/2018	IREN S.p.A.	2015	1.585.656,00	688.941,00	2,30x	-333,83	-4,26	78,41x
			2016	1.439.158,00	793.877,00	1,81x	-236,15	63,35	(3,73x)
			2017	1.176.512,00	794.572,00	1,48x	-288,15	47,99	(6,00x)
			2018	705.914,00	922.973,00	0,76x	-234,88	64,60	(3,64x)
			2019	-	-	#VALORE!	-252,02	66,19	(3,81x)
			2020	-176.034,00	920.383,00	(0,19x)	-463,96	70,45	(6,59x)
			2021	17.663,00	989.454,00	0,02x	-360,04	-21,74	16,56x
	Target			PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	ACAM S.p.A. (91.3% Stake)		2015	171.324,12	33.956,79	5,05x	2.295,59	3.841,06	0,60x
			2016	134.566,74	31.538,68	4,27x	2.867,30	4.021,97	0,71x
			2017	124.928,94	23.712,61	5,27x	2.678,94	4.610,22	0,58x
12	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
	06/12/2017	Italgas S.p.A.							

			2016	3.618.000,00	105.000,00	34,46x	11.782,21	4.648,80	2,53x
			2017	1.068.457,00	772.473,00	1,38x	12.739,76	6.621,92	1,92x
			2018	769.246,00	854.828,00	0,90x	9.307,07	9.497,00	0,98x
			2019	952.630,00	917.964,00	1,04x	21.575,68	8.933,47	2,42x
			2020	739.368,00	1.051.325,00	0,70x	21.652,54	3.528,10	6,14x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
		Enerco Distribuzione S.p.A.	2014	8.131,02	3.841,33	2,12x	3.537,64	2.086,62	1,70x
			2015	8.109,11	3.328,52	2,44x	3.595,94	2.063,02	1,74x
			2016	8.144,33	3.625,70	2,25x	3.346,29	1.734,47	1,93x
			2017	10.435,73	1.122,46	9,30x	3.344,72	1.898,19	1,76x
	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
13	31/07/2018	Marche Multiservizi S.p.A.	2015	38.954,93	23.524,47	1,66x	9.342,53	7.446,64	1,25x
			2016	31.278,30	29.377,30	1,06x	1.121,56	4.400,19	0,25x
			2017	10.335,90	30.471,68	0,34x	10.365,78	7.969,79	1,30x
			2018	19.747,30	34.171,08	0,58x	10.551,96	8.494,06	1,24x
			2019	28.442,26	33.474,37	0,85x	10.799,60	9.358,68	1,15x
			2020	21.714,25	35.822,66	0,61x	8.347,12	5.903,61	1,41x
			2021	21.426,17	38.256,30	0,56x	12.515,00	9.887,54	1,27x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
		Megas. Net S.p.a.	2015	2.688,83	1.098,36	2,45x	-333,85	486,74	(0,69x)
			2016	2.335,31	1.113,83	2,10x	-498,18	469,29	(1,06x)
2017	1.951,22		2.015,88	0,97x	-546,86	487,46	(1,12x)		
	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
14	01/01/2018	Baule Volante s.p.a.	2014	-511,44	3.188,04	(0,16x)	-482,82	2.464,41	(0,20x)
			2015	-663,72	4.382,08	(0,15x)	-21,82	2.366,88	(0,01x)
			2016	1.474,28	4.094,17	0,36x	-372,44	3.040,41	(0,12x)
			2017	-1.545,92	2.943,24	(0,53x)	306,50	2.992,03	0,10x
			2018	1.816,49	2.297,16	0,79x	725,11	3.141,82	0,23x
			2019	-247,64	2.881,68	(0,09x)	-1.077,89	2.801,20	(0,38x)
			2021	-3.303,38	8.465,63	(0,39x)	699,01	3.705,87	0,19x
		Target		EBITDA	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
		IL Fior Di Loto S.r.l.	2014	1.847,40	413,79	4,46x	2.241,48	1.050,04	2,13x
			2015	3.654,85	867,08	4,22x	2.021,64	979,42	2,06x
2016	4.976,93		597,25	8,33x	2.558,32	1.105,52	2,31x		
	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
15	04/04/2016	Marr S.p.A	2013	168.825,00	92.975,00	1,82x	16.784,28	16.779,60	1,00x
			2014	146.415,00	101.267,00	1,45x	13.630,51	20.661,76	0,66x
			2015	127.980,00	105.374,00	1,21x	15.804,29	23.944,72	0,66x
			2016	180.432,00	108.930,00	1,66x	23.907,68	24.927,50	0,96x
			2017	159.571,00	115.555,00	1,38x	26.148,19	26.770,61	0,98x
			2018	120.898,00	119.028,00	1,02x	29.007,70	26.444,08	1,10x
			2019	160.295,00	127.458,00	1,26x	37.232,85	29.550,53	1,26x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/ EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/ EBITDA Peers
		DE.AL. s.r.l.	2013	17.924,49	2.536,47	7,07x	3.249,43	1.528,12	2,13x
			2014	16.019,37	2.578,45	6,21x	5.846,18	1.768,19	3,31x
2015	13.972,24		4.684,83	2,98x	5.826,80	2.251,08	2,59x		
2016	-446,96		3.064,07	(0,15x)	6.487,96	2.493,41	2,60x		

16	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	08/06/2016	Arnoldo Mondadori Editore SpA	2013	376.965,00	-29.127,00	(12,94x)	3.485,70	1.039,27	3,35x
			2014	301.166,00	63.141,00	4,77x	-576,60	693,27	(0,83x)
			2015	202.350,00	70.132,00	2,89x	2.139,22	1.390,15	1,54x
			2016	265.590,00	92.801,00	2,86x	-241,48	1.423,72	(0,17x)
			2017	192.358,00	101.839,00	1,89x	-2.880,82	2.123,16	(1,36x)
			2018	157.991,00	75.523,00	2,09x	-3.021,40	1.934,85	(1,56x)
			2019	185.600,00	100.506,00	1,85x	-1.864,45	1.463,33	(1,27x)
	Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers	
	Banzai Media Holding S.r.l	2013	-0,90	-48,82	0,02x	114,42	-29,24	(3,91x)	
2014		-0,06	-15,88	0,00x	31,58	-7,29	(4,33x)		
2015		-54,73	-48,53	1,13x	45,36	-5,35	(8,48x)		
17	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	13/12/2018	A2A SpA	2015	142.000,00	977.000,00	0,15x	516.642,82	609.454,00	0,85x
			2016	864.000,00	1.141.000,00	0,76x	455.160,54	516.868,11	0,88x
			2017	251.000,00	1.165.000,00	0,22x	552.278,84	545.099,89	1,01x
			2018	314.000,00	1.240.000,00	0,25x	520.124,78	597.518,67	0,87x
			2019	581.000,00	1.191.000,00	0,49x	485.660,11	654.847,33	0,74x
			2020	397.000,00	1.116.000,00	0,36x	1.269.211,36	694.345,11	1,83x
			2021	-	-	#VALORE!	1.511.266,22	548.161,56	2,76x
	Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers	
	TS Energy Italy S.p.A.	2015	-94,57	480,68	(0,20x)	2.383,36	1.046,95	2,28x	
2016		-1.486,50	-358,70	4,14x	3.151,83	1.421,40	2,22x		
2017		-1.825,28	-185,35	9,85x	3.772,76	1.388,82	2,72x		
2018		-1.595,33	-158,56	10,06x	1.836,45	1.240,90	1,48x		
18	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	10/10/2016	Triboo S.p.A	2013	-119,28	92,12	(1,29x)	38.393,02	13.732,78	2,80x
			2014	-8.038,01	-2.382,47	3,37x	33.819,03	10.920,69	3,10x
			2015	-3.471,95	-615,71	5,64x	33.668,17	11.167,09	3,01x
			2016	-844,16	-963,32	0,88x	30.611,35	12.591,98	2,43x
			2017	-269,72	-2.256,23	0,12x	21.532,21	11.962,83	1,80x
			2018	4.776,00	-1.759,00	(2,72x)	31.020,59	10.026,01	3,09x
			2019	4.674,00	-978,00	(4,78x)	42.317,44	9.593,57	4,41x
	Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers	
	Grother S.r.l.	2015	-18,29	-3,98	4,59x	2.248,84	-20,53	(109,55x)	
19	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	01/11/2015	Tamini Trasformatori S.r.l.	2012	-24.633,84	7.152,14	(3,44x)	9.765,43	13.491,89	0,72x
			2013	-7.192,68	2.231,84	(3,22x)	7.092,03	12.126,09	0,58x
			2014	-7.510,70	-6.051,08	1,24x	8.114,76	10.947,22	0,74x
			2015	5.320,43	704,57	7,55x	7.713,65	10.885,41	0,71x
			2016	9.624,01	-7.498,63	(1,28x)	7.684,61	10.837,07	0,71x
			2017	17.242,90	-4.778,00	(3,61x)	8.050,06	11.408,15	0,71x
			2018	10.205,69	948,08	10,76x	10.239,15	6.494,11	1,58x
	Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers	
	TES Transformer	2012	6.686,95	3.814,90	1,75x	786,04	1.397,81	0,56x	
2013	7.561,66	1.900,76	3,98x	-153,55	1.775,30	(0,09x)			
2014	2.513,18	2.789,69	0,90x	-486,65	1.612,10	(0,30x)			

		Electro Service srl	2015 2016	4.642,51 -187,85	3.179,21 1.934,00	1,46x (0,10x)	-563,80 -830,85	1.988,02 2.407,76	(0,28x) (0,35x)
20	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	28/02/2018	Italgas S.p.A.	2016	3.618.000,00	105.000,00	34,46x	11.782,21	-	-
			2017	1.068.457,00	772.473,00	1,38x	12.739,76	4.648,80	2,53x
			2018	972.442,00	854.828,00	1,14x	9.307,07	6.621,92	1,92x
			2019	287.623,00	917.964,00	0,31x	21.575,68	9.497,00	0,98x
2020	886.990,00	1.051.325,00	0,84x	21.652,54	8.933,47	2,42x			
2021	393.611,00	1.038.733,00	0,38x	21.592,39	10.633,40	6,14x 2,03x			
	Target			PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	Ichnusa Gas S.p.A.	2015	4.293,21	-109,58	(39,18x)	-21,19	15,31	(1,38x)	
2016		4.060,43	-78,10	(51,99x)	-145,14	48,89	(2,97x)		
2017		4.404,48	-77,42	(56,89x)	-43,08	18,21	(2,37x)		
21	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	19/12/2018	Gruppo Zaffiro Srl	2015	2.356,15	-389,40	(6,05x)	1.176,34	552,49	2,13x
			2016	-799,21	-181,26	4,41x	1.467,71	453,43	3,24x
			2017	12.702,98	-1.328,50	(9,56x)	260,46	800,95	0,33x
			2018	16.310,92	-1.392,19	(11,72x)	-870,78	756,55	(1,15x)
2019	-4,57	-1.464,93	0,00x	-1.357,81	718,91	(1,89x)			
2020	-13,25	-1.593,75	0,01x	-708,28	659,70	(1,07x)			
2021	-551,20	-1.133,66	0,49x	48,61	552,88	0,09x			
	Target			PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	Villa Gisella srl	2015	3.780,87	1.109,82	3,41x	289,84	555,85	0,52x	
2016		4.314,08	966,98	4,46x	143,85	619,47	0,23x		
2017		4.488,92	202,13	22,21x	-190,71	607,54	(0,31x)		
2018		5.628,01	207,12	27,17x	-296,01	719,33	(0,41x)		
22	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	07/10/2015	JAKALA S.p.A.	2014	19.371,00	3.181,00	6,09x	28.396,81	12.898,88	2,20x
			2015	45.054,00	10.305,00	4,37x	23.761,44	13.564,35	1,75x
			2016	41.799,00	14.623,00	2,86x	6.592,53	11.851,76	0,56x
			2017	49.203,00	27.136,00	1,81x	12.002,16	12.407,60	0,97x
2018	68.786,00	28.340,00	2,43x	15.547,88	18.880,75	0,82x			
	Target			PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	Value Lab S.p.A. Stake (60%)	2012	653,79	776,42	0,84x	8.492,83	1.880,67	4,52x	
2013		280,20	845,48	0,33x	8.799,29	2.158,59	4,08x		
2014		82,98	1.045,08	0,08x	7.346,30	2.102,17	3,49x		
2015		2.937,09	365,75	8,03x	5.992,15	2.613,86	2,29x		
2016		1.577,98	3.754,00	0,42x	5.302,81	2.181,89	2,43x		
2017		2.626,63	5.266,00	0,50x	4.275,29	2.300,65	1,86x		
23	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	28/06/2016	Cellnex Italia, s.r.l.	2015	-263,16	-286,48	0,92x	7.385,74	900,71	8,20x
			2016	-12.626,15	-873,92	14,45x	8.228,38	1.232,62	6,68x
			2017	-27.302,17	-1.047,07	26,07x	8.270,36	913,64	9,05x
			2018	-46.921,88	-2.963,83	15,83x	7.977,18	5.656,71	1,41x
2019	-56.507,80	-2.783,00	20,30x	7.494,72	604,41	12,40x			
	Target			PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers

		CommsCon Italia s.r.l.	2013	109,61	476,97	0,23x	246,65	-44,90	(5,49x)
			2014	247,53	536,08	0,46x	456,87	141,59	3,23x
			2015	49,60	1.712,80	0,03x	564,16	301,17	1,87x
			2016	-129,63	1.523,63	(0,09x)	317,37	308,34	1,03x
			2017	-1.675,33	2.119,00	(0,79x)	-462,55	-245,45	1,88x
			2018	-7,30	1.906,00	(0,00x)	132,76	684,89	0,19x
			2019	-	1.567,00	-	-187,89	484,06	(0,39x)
24	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	01/02/2016	ESTRA S.P.A.	2013	153.327,37	57.804,60	2,65x	103.438,95	34.131,02	3,03x
			2014	143.762,18	58.641,60	2,45x	111.971,00	35.992,54	3,11x
			2015	2.077,69	55.191,99	0,04x	101.488,31	41.782,07	2,43x
			2016	-26.612,00	84.491,00	(0,31x)	97.378,74	42.139,07	2,31x
			2017	-13.545,00	87.817,00	(0,15x)	70.808,77	39.602,46	1,79x
			2018	62.273,00	72.619,00	0,86x	75.302,09	40.140,57	1,88x
			2019	145.038,00	92.899,00	1,56x	91.829,33	37.757,07	2,43x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
		COOPGAS S.r.l.	2013	9.072,28	2.738,46	3,31x	1.438,75	6.834,38	0,21x
	2014		1.272,19	283,88	4,48x	1.018,96	3.859,83	0,26x	
	2015		12.545,95	833,91	15,04x	150,33	3.408,06	0,04x	
	2016		-2,87	1.319,85	(0,00x)	-181,33	2.481,47	(0,07x)	
25	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	29/05/2018	Nutrilinea S.r.l.	2015	-1.291,41	3.756,00	(0,34x)	11.967,17	7.642,02	1,57x
			2016	-624,22	4.920,52	(0,13x)	18.186,70	6.739,49	2,70x
			2017	21.334,22	9.259,75	2,30x	14.746,16	4.749,90	3,10x
			2018	35.737,07	11.437,47	3,12x	18.523,20	7.413,66	2,50x
			2019	58.551,86	8.661,54	6,76x	18.555,60	7.353,38	2,52x
			2020	62.911,22	4.902,11	12,83x	18.872,80	7.212,34	2,62x
			2021	55.825,87	12.144,40	4,60x	8.954,21	9.944,72	0,90x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
		Pharcoterm Srl	2015	1.991,73	1.264,39	1,58x	1.630,40	1.389,36	1,17x
	2016		1.058,51	1.424,36	0,74x	1.441,49	1.706,99	0,84x	
	2017		2.792,56	1.727,95	1,62x	1.786,08	1.787,68	1,00x	
	2018		1.039,99	2.058,24	0,51x	1.368,24	2.416,16	0,57x	
	2019		1.666,81	1.713,00	0,97x	914,00	2.468,95	0,37x	
	2020		-538,10	1.140,00	(0,47x)	1.440,73	1.914,10	0,75x	
26	Completion Date	Bidder		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
	01/07/2015	Megadyne S.p.A	2012	20.887,41	29.171,18	0,72x	18.345,22	5.406,82	3,39x
			2013	19.894,07	37.021,17	0,54x	12.527,26	7.571,13	1,65x
			2014	180.068,71	43.296,22	4,16x	11.484,91	8.080,95	1,42x
			2015	190.244,27	52.138,47	3,65x	11.710,75	9.088,78	1,29x
			2016	179.183,22	51.580,93	3,47x	9.057,68	9.237,71	0,98x
			2017	204.203,73	55.814,44	3,66x	5.995,24	11.082,42	0,54x
			2018	10.173,88	56.514,43	0,18x	4.752,56	11.093,08	0,43x
		Target		PFN	EBITDA	PFN/EBITDA	PFN Peers	EBITDA Peers	PFN/EBITDA Peers
		Sampla Belting Srl	2012	4.094,40	492,75	8,31x	93,53	630,62	0,15x
	2013		4.031,21	507,28	7,95x	-431,72	979,68	(0,44x)	
	2014		3.139,15	635,39	4,94x	-896,99	1.217,00	(0,74x)	

Allegato H – Patrimonio Netto per M&A senza incorporazione completa della Target

	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS		
1	15/07/2016	Cairo Communications SpA	2013	124.670,00	0,00	0,00		124.670,00	30,35		
			2014	126.347,00	0,00	0,00		126.347,00	112,69		
			2015	116.249,00	0,00	0,00		116.249,00	169,76		
			2016	386.600,00	0,00	2.926,00		383.674,00	257,58		
			2017	642.400,00	0,00	0,00		642.400,00	341,33		
			2018	723.700,00	0,00	0,00		723.700,00	244,56		
			2019	750.300,00	0,00	0,00		750.300,00	266,82		
		Target			PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
		RCS Media Group SpA (95.28% Stake)	2013	377.900,00	0,00	-292.099,00		669.999,00	9.262,02		
			2014	300.100,00	0,00	0,00		300.100,00	9.429,33		
			2015	132.300,00	0,00	0,00		132.300,00	7.593,41		
			2016	100.400,00	0,00	0,00		100.400,00	7.625,42		
			2017	171.500,00	0,00	0,00		171.500,00	3.491,01		
			2018	254.500,00	0,00	-205.100,00		459.600,00	2.906,24		
2019	311.600,00		0,00	0,00		311.600,00	2.511,32				
2	23/12/2015	Terna SpA	2012	2.935.000,00	0,00	0,00		2.935.000,00	11.101,20		
			2013	3.081.300,00	0,00	0,00		3.081.300,00	48.569,61		
			2014	3.233.600,00	0,00	0,00		3.233.600,00	65.780,47		
			2015	3.486.500,00	0,00	0,00		3.486.500,00	61.859,37		
			2016	3.700.100,00	0,00	0,00		3.700.100,00	86.943,17		
			2017	3.978.300,00	0,00	0,00		3.978.300,00	93.957,08		
			2018	4.212.400,00	0,00	0,00		4.212.400,00	100.774,06		
		Target			PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
		Societa Elettrica Ferroviaria S.r.l.	2012	34,53	0,00	0,00		34,53	40.401,97		
			2013	34,54	0,00	0,00		34,54	40.360,63		
			2014	34,53	0,00	0,00		34,53	36.490,81		
			2015	699.425,38	0,00	0,00		699.425,38	34.276,88		
			2016	692.723,49	0,00	0,00		692.723,49	36.845,45		
			2017	747.828,33	0,00	0,00		747.828,33	38.541,06		
2018	804.885,63		0,00	0,00		804.885,63	33.801,38				
3	23/12/2016	Sirti S.p.A.	2013	48.303,00	0,00	0,00		48.303,00	76.634,33		
			2014	44.269,00	0,00	-54.851,00		99.120,00	65.690,61		
			2015	51.413,00	0,00	0,00		51.413,00	50.702,61		
			2016	74.638,00	0,00	1.000,00		73.638,00	44.758,64		
			2017	67.848,00	0,00	0,00		67.848,00	43.575,35		
			2018	69.376,00	0,00	0,00		69.376,00	41.076,90		
			2019	57.256,00	0,00	0,00		57.256,00	50.952,83		
			Target			PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
			Foi & Vitali Elettrodotti Spa	2013	516,84	0,00	0,00		516,84	10.290,19	
		2014		556,75	0,00	0,00		556,75	11.390,14		
		2015		646,03	0,00	0,00		646,03	12.195,00		
		2016		559,24	0,00	0,00		559,24	11.574,56		
		2017		3.710,87	0,00	200,00		3.510,87	12.829,48		
		2018		2.345,09	0,00	0,00		2.345,09	16.604,80		
2019	6.530,90	0,00	500,00		6.030,90	17.436,27					
4	02/01/2018	Italcementi SpA	2015	1.743.558,00	0,00	0,00		1.743.558,00	120.944,06		
			2016	1.605.586,00	0,00	0,00		1.605.586,00	114.034,32		
			2017	1.598.803,00	0,00	0,00		1.598.803,00	108.699,74		
			2018	2.683.679,00	0,00	0,00		2.683.679,00	105.985,03		
			2019	2.702.871,00	0,00	0,00		2.702.871,00	112.694,10		
			2020	2.696.748,00	0,00	0,00		2.696.748,00	140.830,66		
			2021	3.152.888,00	0,00	0,00		3.152.888,00	140.040,59		

		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Cementir Italia SpA	2015	42.132,00	0,00	0,00		42.132,00	3.310,33
			2016	145.067,00	0,00	40.000,00		105.067,00	3.425,15
			2017	114.084,00	0,00	0,00		114.084,00	2.748,49
			2018	36.452,00	0,00	0,00		36.452,00	2.001,08
			2019	19.368,00	0,00	0,00		19.368,00	2.428,23
			2020	4.853,00	0,00	-61.000,00		65.853,00	2.086,36
			2021	11.675,00	0,00	0,00		11.675,00	2.151,90
	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
5	02/09/2015	Autostrade per l'Italia S.p.A	2012	2.099.015,00	0,00	0,00		2.099.015,00	443.618,15
			2013	2.304.278,00	0,00	0,00		2.304.278,00	521.477,98
			2014	2.268.554,00	0,00	0,00		2.268.554,00	510.301,48
			2015	2.565.608,00	0,00	0,00		2.565.608,00	545.709,67
			2016	3.605.115,00	0,00	0,00		3.605.115,00	488.950,29
			2017	1.986.808,00	0,00	0,00		1.986.808,00	448.785,90
			2018	2.099.789,00	0,00	0,00		2.099.789,00	447.757,94
			Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO
	Societa Autostrada Tirrenica S.p.a. (74.95% Stake)	2012	56.468,84	0,00	0,00		56.468,84	8.523,62	
		2013	63.949,36	0,00	0,00		63.949,36	10.749,50	
		2014	72.014,54	0,00	0,00		72.014,54	9.994,38	
		2015	80.772,96	0,00	0,00		80.772,96	11.310,85	
		2016	81.738,12	0,00	0,00		81.738,12	11.097,20	
		2017	81.553,43	0,00	0,00		81.553,43	12.823,67	
2018		81.299,40	0,00	0,00		81.299,40	11.962,33		
Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
6	02/09/2015	Recordati SpA	2013	739.611,00	0,00	0,00		739.611,00	386.343,05
			2014	818.149,00	0,00	0,00		818.149,00	400.196,10
			2015	905.053,00	0,00	0,00		905.053,00	445.853,63
			2016	903.940,00	0,00	0,00		903.940,00	480.564,75
			2017	1.027.237,00	0,00	0,00		1.027.237,00	523.744,39
			2018	963.586,00	0,00	0,00		963.586,00	553.438,09
			2019	1.198.811,00	0,00	0,00		1.198.811,00	575.047,17
			Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO
	Italchimici SpA	2013	14.657,30	0,00	0,00		14.657,30	23.281,96	
		2014	16.043,09	0,00	0,00		16.043,09	24.008,11	
		2015	22.354,31	0,00	0,00		22.354,31	22.507,28	
		2016	15.588,29	0,00	0,00		15.588,29	23.919,53	
		2017	49.290,00	0,00	0,00		49.290,00	25.430,74	
		2018	58.207,00	0,00	0,00		58.207,00	27.976,87	
2019		68.940,00	0,00	0,00		68.940,00	30.290,81		
Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
7	14/04/2016	Arnoldo Mondadori Editore SpA	2013	332.186,00	0,00	0,00		332.186,00	14.288,08
			2014	289.121,00	0,00	3.900,00		285.221,00	13.557,90
			2015	295.509,00	0,00	0,00		295.509,00	13.797,32
			2016	317.798,00	0,00	0,00		317.798,00	12.191,81
			2017	345.314,00	0,00	0,00		345.314,00	12.219,59
			2018	170.699,00	0,00	0,00		170.699,00	13.097,88
			2019	170.041,00	0,00	0,00		170.041,00	11.606,33
			Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO
	Rizzoli Libri S.p.A.	2013	153.921,00	0,00	0,00		153.921,00	38.076,22	
		2014	148.278,00	0,00	0,00		148.278,00	37.096,89	
		2015	148.986,00	0,00	0,00		148.986,00	35.641,88	
		2016	116.076,00	0,00	0,00		116.076,00	37.180,76	
		2017	147.081,00	0,00	0,00		147.081,00	39.180,57	
		2018	156.328,00	0,00	0,00		156.328,00	40.344,74	
2019		91.615,00	0,00	0,00		91.615,00	35.083,91		
Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
8	15/10/2018	Edison S.p.A.	2015	5.876.000,00	0,00	0,00		5.876.000,00	4.853.877,09
			2016	6.265.000,00	0,00	85.000,00		6.180.000,00	5.094.677,56
			2017	6.203.000,00	0,00	0,00		6.203.000,00	4.661.012,02
			2018	6.141.000,00	0,00	0,00		6.141.000,00	4.707.518,34

			2019	5.513.000,00	0,00	0,00		5.513.000,00	5.079.135,73		
			2020	5.480.000,00	0,00	0,00		5.480.000,00	6.557.392,45		
			2021	6.353.000,00	0,00	-641.000,00		6.994.000,00	6.587.166,81		
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS		
		Zephyro S.p.A.	2015	59.365,76	0,00	852,55		58.513,21	24.143,86		
			2016	62.806,95	0,00	0,16		62.806,78	26.247,40		
			2017	58.062,62	0,00	0,00		58.062,62	28.679,23		
			2018	51.250,82	0,00	48,99		51.201,83	31.630,38		
			2019	49.958,20	0,00	0,00		49.958,20	32.106,34		
			2020	43.922,13	0,00	0,00		43.922,13	34.992,35		
			2021	38.609,08	0,00	0,00		38.609,08	30.524,75		
	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS		
9	25/07/2018	Cartiera dell'Adda S.r.l.	2015	16.762,85	0,00	0,00		16.762,85	14.800,32		
			2016	17.313,31	0,00	0,00		17.313,31	15.927,64		
			2017	19.411,38	0,00	0,00		19.411,38	18.498,40		
			2018	28.072,45	0,00	0,00		28.072,45	22.059,63		
			2019	30.325,56	0,00	0,00		30.325,56	24.628,13		
			2020	32.363,39	0,00	0,00		32.363,39	33.528,64		
			2021	31.689,13	0,00	0,00		31.689,13	69.508,22		
			Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
			Industria Cartaria Pieretti SpA	2015	36.692,90	0,00	0,00		36.692,90	11.554,04	
		2016		35.776,36	0,00	0,00		35.776,36	13.865,39		
		2017		35.485,36	0,00	0,00		35.485,36	15.917,74		
		2018		34.960,90	0,00	0,00		34.960,90	18.034,37		
		2019		23.795,00	0,00	0,00		23.795,00	20.475,53		
		2020		27.035,00	0,00	0,00		27.035,00	27.819,28		
2021	56.101,00	0,00		0,00		56.101,00	63.273,03				
	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS		
10	29/01/2016	IREN S.p.A.	2013	1.989.028,00	0,00	0,00		1.989.028,00	252,81		
			2014	1.993.549,00	0,00	0,00		1.993.549,00	665,58		
			2015	2.061.666,00	0,00	0,00		2.061.666,00	460,63		
			2016	2.288.097,00	0,00	0,00		2.288.097,00	519,77		
			2017	2.498.803,00	0,00	0,00		2.498.803,00	571,47		
			2018	2.562.371,00	0,00	24.705,00		2.537.666,00	651,54		
			2019	2.763.528,00	0,00	0,00		2.763.528,00	504,97		
				Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
				TRM S.p.a (51% Stake)	2013	65.388,30	0,00	0,00		65.388,30	24.946,35
		2014	82.384,58		0,00	6.480,00		75.904,58	23.939,01		
		2015	91.105,01		0,00	1.620,00		89.485,01	24.653,98		
		2016	19.708,94		0,00	0,00		19.708,94	19.299,79		
		2017	49.156,97		0,00	0,00		49.156,97	24.141,57		
		2018	59.283,08		0,00	0,00		59.283,08	26.888,70		
2019	61.524,03	0,00	0,00		61.524,03	29.789,37					
	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS		
11	14/04/2016	Vianini SpA	2013	104.570,00	0,00	0,00		104.570,00	571,01		
			2014	106.247,00	0,00	0,00		106.247,00	581,62		
			2015	108.298,00	0,00	0,00		108.298,00	558,41		
			2016	158.687,00	0,00	0,00		158.687,00	577,49		
			2017	162.674,00	0,00	0,00		162.674,00	662,47		
			2018	161.701,00	0,00	0,00		161.701,00	642,31		
			2019	109.153,00	0,00	0,00		109.153,00	577,54		
			Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
			Domus Italia SpA	2015	90.029,64	0,00	0,00		90.029,64	#DIV/0!	
		2016		88.319,59	0,00	0,00		88.319,59	11.738,82		
		2017		89.757,41	0,00	0,00		89.757,41	13.226,23		
		2018		93.656,77	0,00	0,00		93.656,77	15.701,39		
		2019		94.069,57	0,00	0,00		94.069,57	18.614,97		
				Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO
12				2015	326.402,58	0,00	0,00		326.402,58	95.392,32	

03/12/2018	Gruppo Sodalis Srl	2016	366.486,64	0,00	0,00	366.486,64	94.524,75		
		2017	421.389,00	0,00	0,00	421.389,00	106.698,00		
		2018	470.522,66	0,00	0,00	470.522,66	111.420,72		
		2019	516.538,26	0,00	0,00	516.538,26	113.248,40		
		2020	947.305,80	0,00	0,00	947.305,80	122.517,27		
		2021	977.797,02	0,00	0,00	977.797,02	132.959,50		
	Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	Deborah Group S.r.l.	2015	41.225,79	0,00	0,00	41.225,79	25.843,23		
		2016	45.020,60	0,00	0,00	45.020,60	28.760,37		
		2017	42.953,92	0,00	0,00	42.953,92	30.835,06		
		2018	30.380,11	0,00	0,00	30.380,11	33.585,04		
		2019	27.767,41	0,00	0,00	27.767,41	38.924,41		
2020		41.363,36	0,00	0,00	41.363,36	66.234,34			
2021	104.892,50	0,00	110,00	104.782,50	62.749,57				
13	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	29/04/2016	Inalca S.p.A.	2013	283.217,00	0,00	0,00	283.217,00	78.547,57	
			2014	448.188,00	0,00	37.017,00	411.171,00	82.326,96	
			2015	438.360,00	0,00	0,00	438.360,00	83.526,33	
			2016	484.893,00	0,00	0,00	484.893,00	98.239,23	
			2017	485.960,00	0,00	0,00	485.960,00	98.701,88	
			2018	475.628,00	0,00	0,00	475.628,00	107.030,34	
	2019	533.658,00	0,00	0,00	533.658,00	115.325,11			
	Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	Unipeg Soc.Coop.Agricola	2013	53.639,23	0,00	2.644,76	50.994,47	- 1.302,48		
		2014	47.055,55	0,00	443,79	46.611,76	- 1.313,56		
		2015	10.127,46	0,00	-3.030,07	13.157,52	- 1.358,69		
2016		19.479,22	0,00	-1.159,42	20.638,64	- 1.504,70			
2017		15.398,21	0,00	2.558,84	12.839,37	- 1.187,22			
							#DIV/0! #DIV/0!		
14	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	30/09/2015	R.T.I. S.p.A.	2012	770.101,00	0,00	0,00	770.101,00	20.218,53	
			2013	708.351,00	0,00	0,00	708.351,00	19.025,24	
			2014	783.415,00	0,00	0,00	783.415,00	18.835,05	
			2015	793.394,00	0,00	0,00	793.394,00	33.030,46	
			2016	1.282.469,00	0,00	0,00	1.282.469,00	27.675,14	
			2017	1.076.653,00	0,00	0,00	1.076.653,00	28.113,63	
	2018	985.942,00	0,00	0,00	985.942,00	28.827,41			
	Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	Monradio S.r.l (80% Stake)	2012	20.903,63	0,00	0,00	20.903,63	8.669,00		
		2013	7.200,29	0,00	0,00	7.200,29	8.541,63		
		2014	-7.058,62	0,00	0,00	-7.058,62	8.643,94		
2015		44.967,00	0,00	0,00	44.967,00	8.014,45			
2016		40.808,00	0,00	0,00	40.808,00	8.279,07			
2017		32.542,00	0,00	0,00	32.542,00	8.673,67			
2018	30.354,00	0,00	0,00	30.354,00	9.009,67				
15	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	03/05/2016	Rimorchiatori Riuniti S.p.A.	2013	201.394,74	0,00	0,00	201.394,74	11.932,17	
			2014	216.498,42	0,00	0,00	216.498,42	11.725,89	
			2015	225.412,00	0,00	0,00	225.412,00	10.988,91	
			2016	240.821,00	0,00	0,00	240.821,00	7.933,32	
			2017	355.225,00	0,00	0,00	355.225,00	7.479,72	
			2018	384.559,00	0,00	0,00	384.559,00	6.786,75	
	2019	358.756,00	0,00	0,00	358.756,00	5.920,70			
	Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	Rimorchiatori Augusta S.p.A.	2013	9.715,18	0,00	0,00	9.715,18	83.572,37		
		2014	20.304,57	0,00	0,00	20.304,57	64.363,15		
		2015	31.305,58	0,00	0,00	31.305,58	35.958,39		
2016		31.864,49	0,00	0,00	31.864,49	37.448,76			
2017		32.748,00	0,00	0,00	32.748,00	45.885,79			
2018		26.396,00	0,00	0,00	26.396,00	43.613,74			
2019	10.309,00	0,00	0,00	10.309,00	39.711,92				

16	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	04/05/2018	I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.	2015	175.850,00	0,00	354,00		175.496,00	125.594,46
			2016	270.184,00	0,00	910,00		269.274,00	131.851,56
			2017	390.524,00	0,00	0,00		390.524,00	149.239,20
			2018	420.934,00	0,00	0,00		420.934,00	158.755,61
			2019	504.880,00	0,00	2.056,00		502.824,00	180.264,05
			2020	581.102,00	0,00	0,00		581.102,00	216.404,08
			2021	2.068.789,00	0,00	0,00		2.068.789,00	236.738,45
	04/05/2018	Tissue Machinery Company (82.5% Stake)	2015	8.045,22	0,00	3.000,00		5.045,22	7.044,07
			2016	8.720,57	0,00	0,00		8.720,57	8.529,16
			2017	9.107,14	0,00	0,00		9.107,14	9.043,76
			2018	4.997,71	0,00	0,00		4.997,71	10.759,04
			2019	6.914,00	0,00	0,00		6.914,00	10.880,13
			2020	8.808,00	0,00	0,00		8.808,00	14.437,15
2021			11.841,00	0,00	0,00		11.841,00	15.490,07	
17	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	24/02/2016	Recipharm Italia S.p.A	2013	23.269,46	0,00	0,00		23.269,46	13.431,70
			2014	29.672,04	0,00	0,00		29.672,04	16.275,58
			2015	30.429,71	0,00	0,00		30.429,71	20.663,15
			2016	28.722,35	0,00	0,00		28.722,35	17.572,47
			2017	30.938,73	0,00	0,00		30.938,73	15.229,49
			2018	33.616,01	0,00	0,00		33.616,01	16.297,66
			2019	43.719,75	0,00	0,00		43.719,75	20.426,32
	24/02/2016	Mitim S.r.l.	2013	1.473,21	0,00	0,00		1.473,21	12.008,13
			2014	2.250,39	0,00	0,00		2.250,39	161.384,22
			2015	14.831,20	0,00	3.539,92		11.291,28	164.030,34
			2016	17.139,37	0,00	0,00		17.139,37	197.201,80
			2017	19.400,66	0,00	0,00		19.400,66	201.542,56
			2018	20.828,08	0,00	0,00		20.828,08	205.307,77
2019			20.240,00	0,00	0,08		20.239,92	213.162,74	
18	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	14/10/2016	Sabelli S.p.A.	2013	6.464,11	0,00	0,00		6.464,11	14.963,09
			2014	7.136,86	0,00	0,00		7.136,86	16.467,10
			2015	11.010,49	0,00	0,00		11.010,49	18.060,43
			2016	14.698,64	0,00	0,00		14.698,64	18.504,70
			2017	17.526,99	0,00	0,00		17.526,99	19.595,11
			2018	20.234,09	0,00	0,00		20.234,09	20.459,21
			2019	20.918,07	0,00	0,00		20.918,07	22.300,77
	14/10/2016	Trevisanalat s.p.a. (79% Stake)	2013	9.844,76	0,00	900,00		8.944,76	11.052,74
			2014	9.962,93	0,00	0,00		9.962,93	10.760,66
			2015	11.257,40	0,00	0,00		11.257,40	12.541,38
			2016	11.650,87	0,00	0,00		11.650,87	15.068,43
			2017	10.163,40	0,00	0,00		10.163,40	17.337,10
			2018	12.786,03	0,00	0,00		12.786,03	18.288,72
2019			14.552,75	0,00	0,00		14.552,75	20.397,56	
19	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	25/10/2018	Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa	2015	36.801,64	0,00	0,00		36.801,64	11.029,67
			2016	197.117,36	0,00	0,00		197.117,36	8.995,33
			2017	192.463,36	0,00	0,00		192.463,36	12.038,28
			2018	177.586,16	0,00	0,00		177.586,16	20.875,20
			2019	166.228,33	0,00	0,00		166.228,33	23.015,78
			2020	167.525,98	0,00	476,19		167.049,79	27.207,90
			2021	122.065,06	0,00	0,00		122.065,06	29.155,47
	25/10/2018	Temakinho Italia SRL	2015	435,19	0,00	0,00		435,19	1.095,35
			2016	125,60	0,00	0,00		125,60	1.177,74
			2017	846,68	0,00	2,66		844,03	1.141,09
			2018	1.966,06	0,00	0,00		1.966,06	1.275,86
			2019	1.966,06	0,00	0,00		1.966,06	1.275,86

			2019	4.766,77	0,00	102,65		4.664,12	3.718,75
			2020	12.704,18	0,00	157,31		12.546,87	4.398,08
			2021	5.201,66	0,00	0,00		5.201,66	4.019,74
20	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	24/03/2016	Tinexta S.p.A.	2014	67.996,19	0,00	0,00		67.996,19	#DIV/0!
			2015	77.194,00	0,00	0,00		77.194,00	85.305,39
			2016	130.371,00	0,00	14.556,00		115.815,00	76.379,37
			2017	143.317,00	0,00	317,00		143.000,00	16.070,58
			2018	145.545,00	0,00	317,00		145.228,00	72.998,35
			2019	149.426,00	0,00	317,00		149.109,00	64.922,31
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	Co.Mark S.p.A. (70% Stake)	2013	6.453,36	0,00	0,00		6.453,36	2.476,71	
		2014	7.787,66	0,00	0,00		7.787,66	2.283,54	
2015		6.986,86	0,00	0,00		6.986,86	1.798,80		
2016		8.090,62	0,00	0,00		8.090,62	2.568,73		
2017		7.834,00	0,00	0,00		7.834,00	2.342,67		
2018		8.075,00	0,00	0,00		8.075,00	2.981,03		
		2019	7.408,00	0,00	0,00		7.408,00	4.369,44	
21	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	30/11/2017	Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa	2014	28.050,48	0,00	0,00		28.050,48	10.943,95
			2015	36.801,64	0,00	0,00		36.801,64	11.029,67
			2016	197.117,36	0,00	0,00		197.117,36	8.995,33
			2017	192.463,36	0,00	0,00		192.463,36	12.038,28
			2018	177.586,16	0,00	0,00		177.586,16	20.875,20
			2019	166.228,33	0,00	0,00		166.228,33	23.015,78
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	America Graffiti Franchising S.r.l.	2014	857,33	0,00	0,00		857,33	311,90	
		2015	2.950,69	0,00	10,72		2.939,97	266,38	
2016		4.115,67	0,00	0,00		4.115,67	256,28		
2017		5.635,33	0,00	0,00		5.635,33	373,80		
2018		5.527,20	0,00	0,00		5.527,20	746,82		
2019		6.060,71	0,00	0,00		6.060,71	2.060,58		
		2020	5.066,00	0,00	0,00		5.066,00	1.050,38	
22	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	08/09/2017	Indel B S.p.A.	2014	20.510,95	0,00	0,00		20.510,95	31.829,46
			2015	29.432,07	0,00	0,00		29.432,07	32.002,60
			2016	35.736,00	0,00	0,00		35.736,00	32.159,83
			2017	74.832,00	0,00	1.260,00		73.572,00	34.444,04
			2018	80.866,00	0,00	0,00		80.866,00	31.098,35
			2019	90.738,00	0,00	0,00		90.738,00	33.250,12
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	Autoclima S.p.A.	2014	14.209,56	0,00	0,00		14.209,56	16.312,74	
		2015	15.234,54	0,00	0,00		15.234,54	15.965,71	
2016		16.556,60	0,00	0,00		16.556,60	18.462,90		
2017		17.953,35	0,00	0,00		17.953,35	20.820,05		
2018		19.508,16	0,00	0,00		19.508,16	21.044,81		
2019		20.662,21	0,00	0,00		20.662,21	22.184,77		
		2020	22.186,65	0,00	0,00		22.186,65	23.850,82	
23	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	30/11/2017	Tinexta S.p.A.	2014	67.996,19	0,00	0,00		67.996,19	85.305,39
			2015	77.194,00	0,00	0,00		77.194,00	76.379,37
			2016	130.371,00	0,00	14.556,00		115.815,00	16.070,58
			2017	143.317,00	0,00	317,00		143.000,00	72.998,35
			2018	145.545,00	0,00	317,00		145.228,00	64.922,31
			2019	149.426,00	0,00	317,00		149.109,00	65.023,02
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
			2014	994,13	0,00	0,00		994,13	8.954,94

			2015	2.105,19	0,00	0,00		2.105,19	9.614,84
			2016	6.041,86	0,00	0,00		6.041,86	13.548,63
		Warrant Hub SpA (70% Stake)	2017	16.825,18	0,00	0,00		16.825,18	14.077,79
			2018	16.825,17	0,00	0,00		16.825,17	14.933,26
			2019	16.713,00	0,00	0,31		16.712,69	14.947,66
			2020	20.974,00	0,00	0,00		20.974,00	16.721,22
24	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	23/11/2018	Carel Industries SpA	2015	98.990,15	0,00	0,00		98.990,15	41.124,44
			2016	104.007,74	0,00	0,00		104.007,74	46.808,00
			2017	118.417,00	0,00	0,00		118.417,00	44.747,25
			2018	118.289,00	0,00	0,00		118.289,00	51.346,69
			2019	143.219,00	0,00	0,00		143.219,00	60.921,99
			2020	159.620,00	0,00	0,00		159.620,00	66.481,95
			2021	169.874,00	0,00	0,00		169.874,00	82.480,57
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	Recuperator S.p.A.	2015	10.125,78	0,00	0,00		10.125,78	3.539,56	
		2016	10.808,55	0,00	0,00		10.808,55	3.892,67	
		2017	11.514,22	0,00	0,00		11.514,22	7.687,22	
		2018	6.627,02	0,00	0,00		6.627,02	8.589,27	
2019		7.506,49	0,00	0,00		7.506,49	8.583,67		
2020		10.456,12	0,00	0,00		10.456,12	13.402,98		
2021		10.905,06	0,00	0,00		10.905,06	14.008,80		
25	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	27/09/2017	Mittel Private Equity SpA	2014	346.134,00	0,00	0,00		346.134,00	9.157,87
			2015	348.803,00	0,00	0,00		348.803,00	10.918,14
			2016	294.306,00	0,00	0,00		294.306,00	10.365,91
			2017	247.133,00	0,00	0,00		247.133,00	12.338,95
			2018	249.281,00	0,00	0,00		249.281,00	12.889,27
			2019	237.000,00	0,00	0,00		237.000,00	14.144,24
			2020	240.575,00	0,00	0,00		240.575,00	19.755,52
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	Industria Metallurgica Carmagnolese Srl (75% Stake)	2014	15.137,98	0,00	0,00		15.137,98	15.676,57	
		2015	14.102,56	0,00	0,00		14.102,56	16.571,41	
		2016	14.516,35	0,00	0,00		14.516,35	14.715,87	
		2017	17.165,91	0,00	0,00		17.165,91	14.020,72	
2018		16.185,74	0,00	0,00		16.185,74	11.753,27		
2019		13.617,47	0,00	0,00		13.617,47	11.557,52		
2020		19.920,73	0,00	0,00		19.920,73	12.951,72		
26	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	23/12/2015	HERAmbiente S.p.A.	2012	354.700,00	0,00	0,00		354.700,00	48.507,36
			2013	356.008,00	0,00	-48,00		356.056,00	73.422,95
			2014	359.734,00	0,00	0,00		359.734,00	127.170,65
			2015	360.232,00	0,00	500,00		359.732,00	133.345,37
			2016	345.931,00	0,00	0,00		345.931,00	115.304,54
			2017	355.936,00	0,00	0,00		355.936,00	121.162,73
			2018	348.600,00	0,00	0,00		348.600,00	124.555,67
				Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di
	Waste Recycling S.p.A.	2012	9.679,57	0,00	0,00		9.679,57	24.674,22	
		2013	11.406,37	0,00	0,00		11.406,37	25.272,64	
		2014	13.007,51	0,00	0,00		13.007,51	27.434,98	
		2015	14.615,45	0,00	0,00		14.615,45	30.062,94	
2016		12.967,98	0,00	0,00		12.967,98	30.738,57		
2017		10.951,94	0,00	0,00		10.951,94	31.860,94		
2018		11.020,94	0,00	0,00		11.020,94	30.920,79		
27	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	03/07/2017	Emak S.p.A.	2014	160.099,00	0,00	0,00		160.099,00	41.676,47
			2015	168.488,00	0,00	0,00		168.488,00	44.560,09
			2016	181.668,00	0,00	1.925,00		179.743,00	48.570,64
			2017	187.505,00	0,00	0,00		187.505,00	80.981,45
			2018	205.820,00	0,00	0,00		205.820,00	84.478,12
			2019	211.532,00	0,00	0,00		211.532,00	87.751,13

			2020	222.300,00	0,00	0,00		222.300,00	84.613,28
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Lavorwash S.p.A. (83.1% Stake)	2014	40.689,09	0,00	0,00		40.689,09	22.046,40
			2015	43.683,00	0,00	0,00		43.683,00	23.030,06
			2016	37.396,71	0,00	0,00		37.396,71	26.059,16
			2017	32.136,57	0,00	0,00		32.136,57	28.671,89
			2018	35.612,09	0,00	0,00		35.612,09	33.954,87
			2019	32.473,72	0,00	0,00		32.473,72	40.468,39
			2020	41.502,20	0,00	0,00		41.502,20	42.667,41
28	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	17/09/2018	Voilap Holding Srl	2015	54.374,56	0,00	0,00		54.374,56	15.617,26
			2016	60.525,00	0,00	0,00		60.525,00	14.434,43
			2017	79.740,00	0,00	0,00		79.740,00	25.175,55
			2018	100.585,00	0,00	0,00		100.585,00	24.060,80
			2019	110.758,00	0,00	0,00		110.758,00	24.231,77
			2020	116.336,00	0,00	0,00		116.336,00	20.027,24
			2021	123.198,00	0,00	0,00		123.198,00	20.700,78
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Imecon Engineering S.r.l. (70% Stake)	2015	859,55	0,00	0,00		859,55	1.778,18
	2016		1.378,90	0,00	0,00		1.378,90	2.427,70	
	2017		5.924,94	0,00	0,00		5.924,94	2.618,05	
	2018		9.035,08	0,00	0,00		9.035,08	2.709,87	
	2019		9.819,94	0,00	0,00		9.819,94	3.360,89	
	2020		4.259,10	0,00	0,00		4.259,10	3.224,80	
		2021	5.865,65	0,00	0,00		5.865,65	3.567,53	
29	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	13/12/2017	Gennaro Auricchio S.p.A.	2014	27.294,17	0,00	0,00		27.294,17	27.929,43
			2015	29.747,13	0,00	0,00		29.747,13	29.172,37
			2016	28.170,33	0,00	0,00		28.170,33	32.753,69
			2017	30.728,04	0,00	0,00		30.728,04	29.079,78
			2018	32.618,94	0,00	0,00		32.618,94	30.843,70
			2019	33.454,41	0,00	150,00		33.304,41	35.909,21
		2020	59.299,45	0,00	0,00		59.299,45	41.910,99	
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Cascine Emiliane SpA (90% Stake)	2014	4.333,33	0,00	4,00		4.329,33	6.267,18
	2015		4.679,97	0,00	4,00		4.675,97	6.202,85	
	2016		5.095,11	0,00	4,00		5.091,11	6.376,81	
	2017		5.702,12	0,00	0,00		5.702,12	7.010,42	
	2018		8.635,24	0,00	2.668,80		5.966,44	7.775,67	
	2019		10.299,13	0,00	0,00		10.299,13	8.628,35	
	2020	9.914,51	0,00	0,00		9.914,51	9.904,61		
30	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	06/04/2018	Italgas S.p.A.	2016	1.064.000,00	0,00	0,00		1.064.000,00	#DIV/0!
			2017	1.185.640,00	0,00	232,00		1.185.408,00	35.793,48
			2018	1.329.347,00	0,00	0,00		1.329.347,00	40.484,68
			2019	1.794.939,00	0,00	0,00		1.794.939,00	42.281,05
			2020	1.981.042,00	0,00	0,00		1.981.042,00	40.904,45
			2021	2.142.491,00	0,00	784,00		2.141.707,00	42.809,47
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Medea S.p.A.	2015	5.258,14	0,00	0,00		5.258,14	11.131,80
			2016	5.389,23	0,00	0,00		5.389,23	10.577,01
	2017		5.462,32	0,00	0,00		5.462,32	10.711,47	
	2018		10.296,01	0,00	0,00		10.296,01	11.157,65	
	2019		105.633,00	0,00	91.000,00		14.633,00	10.917,88	
	2020		57.465,00	0,00	-48.250,00		105.715,00	12.904,63	
	2021	84.673,00	0,00	23.400,00		61.273,00	10.571,85		
31	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	03/04/2017	Ascopiave SpA	2014	427.326,00	0,00	0,00		427.326,00	39.275,36
			2015	437.659,00	0,00	0,00		437.659,00	49.730,06
2016			444.209,00	0,00	0,00		444.209,00	55.110,82	

			2017	450.500,00	0,00	0,00		450.500,00	61.175,36
			2018	447.870,00	0,00	0,00		447.870,00	66.906,16
			2019	873.492,00	0,00	0,00		873.492,00	72.891,48
			2020	853.903,00	0,00	0,00		853.903,00	110.924,89
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Pasubio Group S.p.A.	2014	18.451,46	0,00	4,00		18.447,46	12.103,51
			2015	20.397,68	0,00	4,00		20.393,68	12.794,11
			2016	16.508,88	0,00	4,00		16.504,88	13.085,86
			2017	16.847,99	0,00	0,00		16.847,99	13.567,35
			2018	17.551,83	0,00	0,00		17.551,83	14.004,87
			2019	17.278,07	0,00	0,00		17.278,07	14.563,14
			2020	17.468,66	0,00	0,00		17.468,66	15.822,58
32	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	05/05/2016	Interpump Group S.p.A.	2013	432.949,00	0,00	2.207,00		430.742,00	29.737,31
			2014	466.550,00	0,00	-1.132,00		467.682,00	31.619,08
			2015	622.628,00	0,00	2.161,00		620.467,00	33.075,54
			2016	677.538,00	0,00	-601,00		678.139,00	37.729,10
			2017	764.729,00	0,00	374,00		764.355,00	40.487,62
			2018	868.905,00	0,00	-963,00		869.868,00	43.611,51
			2019	1.055.074,00	0,00	618,00		1.054.456,00	44.508,40
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Tubiflex S.p.A. (80% Stake)	2013	8.760,25	0,00	0,00		8.760,25	9.375,36
			2014	10.581,01	0,00	0,00		10.581,01	9.413,03
			2015	12.038,74	0,00	0,00		12.038,74	9.413,96
			2016	14.809,77	0,00	0,00		14.809,77	9.898,99
			2017	12.933,74	0,00	0,00		12.933,74	10.472,23
2018			12.268,29	0,00	0,00		12.268,29	11.458,17	
2019			14.024,29	0,00	0,00		14.024,29	12.830,33	
33	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	30/12/2016	Gruppo Societa' Gas Rimini Spa	2013	212.985,02	0,00	0,00		212.985,02	101.069,75
			2014	226.766,39	0,00	0,00		226.766,39	88.536,50
			2015	243.984,28	0,00	0,00		243.984,28	92.497,67
			2016	265.082,42	0,00	0,00		265.082,42	122.710,48
			2017	289.828,22	0,00	0,00		289.828,22	183.632,21
			2018	307.037,24	0,00	0,00		307.037,24	171.216,46
			2019	324.240,81	0,00	0,00		324.240,81	229.005,91
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Astea Energia SPA (70% Stake)	2013	2.511,67	0,00	0,00		2.511,67	9.310,49
			2014	2.542,78	0,00	0,00		2.542,78	12.411,84
			2015	6.445,85	0,00	0,00		6.445,85	35.004,78
			2016	8.912,32	0,00	0,00		8.912,32	32.542,47
			2017	9.145,60	0,00	0,00		9.145,60	32.990,64
2018			10.441,08	0,00	0,00		10.441,08	39.407,52	
2019			10.401,43	0,00	0,00		10.401,43	28.739,68	
34	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	30/05/2018	Snam SpA	2015	7.591.000,00	0,00	0,00		7.591.000,00	4.826.008,33
			2016	6.497.000,00	0,00	-961.182,00		7.458.182,00	5.061.926,39
			2017	6.188.000,00	0,00	0,00		6.188.000,00	4.634.118,49
			2018	5.985.000,00	0,00	0,00		5.985.000,00	4.676.033,49
			2019	6.258.000,00	0,00	0,00		6.258.000,00	5.050.675,93
			2020	6.472.000,00	0,00	0,00		6.472.000,00	4.931.136,55
			2021	7.240.000,00	0,00	0,00		7.240.000,00	5.012.299,84
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		TEP Energy Solution S.r.l. (82% Stake)	2015	2.511,67	0,00	900,00		1.611,67	31.790,33
			2016	2.542,78	0,00	0,00		2.542,78	33.272,18
			2017	6.445,85	0,00	0,00		6.445,85	43.142,06
			2018	7.649,06	0,00	0,00		7.649,06	43.101,04
			2019	995,35	0,00	0,00		995,35	44.867,12
2020			5.110,45	0,00	0,00		5.110,45	44.385,04	
2021			19.551,78	0,00	0,00		19.551,78	55.746,12	
35	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS

22/06/2017	Mittel Private Equity SpA	2014	346.134,00	0,00	0,00		346.134,00	9.157,87
		2015	348.803,00	0,00	0,00		348.803,00	10.918,14
		2016	294.306,00	0,00	0,00		294.306,00	10.365,91
		2017	247.133,00	0,00	0,00		247.133,00	12.338,95
		2018	249.281,00	0,00	0,00		249.281,00	12.889,27
		2019	237.000,00	0,00	0,00		237.000,00	14.144,24
		2020	240.575,00	0,00	0,00		240.575,00	19.755,52
	Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	Ceramica Cielo S.p.A. (80% Stake)	2014	5.347,87	0,00	0,00		5.347,87	12.274,17
		2015	7.027,04	0,00	0,00		7.027,04	13.818,50
		2016	7.129,87	0,00	1.500,00		5.629,87	13.623,64
		2017	10.472,80	0,00	0,00		10.472,80	14.214,96
		2018	14.572,69	0,00	0,00		14.572,69	13.009,49
2019		19.519,23	0,00	0,00		19.519,23	15.863,96	
2020		30.026,10	0,00	0,00		30.026,10	20.480,84	
Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
36 13/12/2016	Coeclerici S.p.A.	2013	80.418,00	0,00	0,00		80.418,00	6.322,18
		2014	69.466,00	0,00	0,00		69.466,00	8.326,91
		2015	58.610,00	0,00	0,00		58.610,00	10.775,89
		2016	73.335,00	0,00	0,00		73.335,00	11.274,83
		2017	72.249,00	0,00	0,00		72.249,00	10.887,20
		2018	67.719,00	0,00	0,00		67.719,00	12.476,49
		2019	69.063,00	0,00	0,00		69.063,00	21.887,54
	Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	IMS Deltamatic S.p.A. (67% Stake)	2013	4.662,84	0,00	0,00		4.662,84	13.611,49
		2014	5.278,33	0,00	0,00		5.278,33	16.529,82
		2015	7.424,91	0,00	0,00		7.424,91	19.929,27
		2016	5.216,96	0,00	0,00		5.216,96	19.820,74
		2017	16.961,00	0,00	1.470,00		15.491,00	20.852,68
2018		13.323,00	0,00	0,00		13.323,00	23.207,36	
2019		17.769,00	0,00	0,00		17.769,00	24.767,49	
Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
37 21/07/2016	Tinexta S.p.A.	2014	67.996,19	0,00	0,00		67.996,19	#DIV/0!
		2015	77.194,00	0,00	0,00		77.194,00	85.305,39
		2016	130.371,00	0,00	14.556,00		115.815,00	76.379,37
		2017	143.317,00	0,00	317,00		143.000,00	16.070,58
		2018	145.545,00	0,00	317,00		145.228,00	72.998,35
		2019	149.426,00	0,00	317,00		149.109,00	64.922,31
		2020						149.109,00
	Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	Visura SpA (60% Stake)	2013	3.834,84	0,00	0,00		3.834,84	2.457,96
		2014	4.221,54	0,00	0,00		4.221,54	2.168,03
		2015	4.987,83	0,00	0,00		4.987,83	2.621,66
		2016	4.691,22	0,00	0,00		4.691,22	2.621,66
		2017	4.501,00	0,00	0,00		4.501,00	3.149,23
2018		6.011,00	0,00	0,00		6.011,00	3.120,49	
2019		6.599,00	0,00	0,00		6.011,00	10.299,48	
2020						6.599,00	11.538,68	
Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
38 05/05/2017	Pastificio Di Martino Gaetano & F. Lli SpA	2014	18.063,91	0,00	6.000,00		12.063,91	32.519,52
		2015	18.645,21	0,00	0,00		18.645,21	31.348,70
		2016	18.749,49	0,00	0,00		18.749,49	33.640,04
		2017	18.600,13	0,00	0,00		18.600,13	33.206,65
		2018	22.190,00	0,00	0,00		22.190,00	46.690,44
		2019	23.436,00	0,00	0,00		23.436,00	50.813,03
		2020	26.932,00	0,00	0,00		26.932,00	26.932,00
	Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	Grandi Pastai Italiani S.p.A. (66.67% Stake)	2014	2.265,23	0,00	0,00		2.265,23	4.760,40
		2015	3.482,10	0,00	0,00		3.482,10	5.786,61
		2016	3.335,09	0,00	0,00		3.335,09	6.054,57
		2017	10.034,00	0,00	6.821,57		3.212,43	6.315,15
		2018	9.344,97	0,00	5,87		9.339,10	6.525,55
2019		5.269,00	0,00	0,00		5.269,00	5.269,00	
2020							5.269,00	7.571,92

			2020	3.004,00	0,00	0,00		3.004,00	8.655,80	
	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
39	25/07/2017	I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.	2014	116.689,00	0,00	1,00		116.688,00	105.275,92	
			2015	175.850,00	0,00	355,00		175.495,00	125.594,46	
			2016	270.184,00	0,00	910,00		269.274,00	131.851,56	
			2017	390.524,00	0,00	0,00		390.524,00	149.239,20	
			2018	420.934,00	0,00	0,00		420.934,00	158.755,61	
			2019	504.880,00	0,00	2.055,00		502.825,00	180.264,05	
			2020	581.102,00	0,00	0,00		581.102,00	216.404,08	
			Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Eurosicma S.p.A. (60% Stake)	2014	9.446,94	0,00	0,00		9.446,94	4.281,67	
			2015	13.414,84	0,00	0,00		13.414,84	4.830,40	
			2016	14.285,14	0,00	0,00		14.285,14	5.150,61	
			2017	14.910,17	0,00	0,00		14.910,17	5.300,57	
			2018	16.071,53	0,00	0,00		16.071,53	6.560,45	
2019	15.714,51		0,00	0,00		15.714,51	7.330,63			
2020	13.236,01	0,00	0,00		13.236,01	8.871,98				
	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
40	04/07/2018	Itinera S.p.A.	2015	198.284,00	0,00	0,00		198.284,00	199.402,43	
			2016	224.746,00	0,00	5.241,00		219.505,00	216.099,11	
			2017	239.941,00	0,00	0,00		239.941,00	198.000,32	
			2018	233.012,00	0,00	0,00		233.012,00	- 22.004,26	
			2019	234.394,00	0,00	0,00		234.394,00	- 66.150,03	
			2020	161.971,00	0,00	0,00		161.971,00	267.975,25	
			2021	113.402,00	0,00	145.997,00		-32.595,00	207.226,33	
			Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		SEA Segnaletica Stradale S.p.A.	2015	12.778,27	0,00	0,00		12.778,27	6.607,81	
			2016	14.008,51	0,00	0,00		14.008,51	8.393,30	
			2017	15.357,20	0,00	0,00		15.357,20	9.032,51	
			2018	16.176,70	0,00	0,00		16.176,70	8.008,30	
			2019	20.057,48	0,00	0,00		20.057,48	11.947,33	
2020	25.618,06	0,00	0,00		25.618,06	14.110,38				
2021	26.529,93	0,00	0,00		26.529,93	13.382,65				

Allegato I – Patrimonio Netto per M&A con integrazione completa della Target

	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	1	20/12/2016	Open Fiber S.p.A.		2015	5.000,00	0,00	0,00	5.000,00	54.982,97
				2016	711.490,00	0,00	245.000,00	466.490,00	56.295,80	
				2017	672.362,00	0,00	0,00	672.362,00	52.854,93	
				2018	799.867,00	0,00	0,00	799.867,00	50.014,09	
				2019	769.186,00	0,00	0,00	769.186,00	41.391,26	
			Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	20/12/2016	Metroweb Italia S.p.A.		2013	410.334,64	0,00	0,00	410.334,64	13.324,09	
				2014	413.353,27	0,00	0,00	413.353,27	14.381,76	
				2015	419.794,16	0,00	0,00	419.794,16	6.357,83	
2	15/10/2018	Gamenet S.p.A.		2015	31.726,64	0,00	0,00	31.726,64	43.577,43	
				2016	88.233,00	0,00	5.980,00	82.253,00	48.309,57	
				2017	85.290,00	0,00	0,00	85.290,00	54.598,89	
				2018	141.543,00	0,00	0,00	141.543,00	53.657,84	
				2019	129.485,00	0,00	0,00	129.485,00	95.189,79	
				2020	445.840,00	0,00	371.939,00	73.901,00	100.373,90	
			2021	149.240,00	0,00	0,00	149.240,00	60.332,12		
			Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		15/10/2018	GoldBet S.r.l		2015	7.316,40	0,00	980,00	6.336,40	109.121,26
					2016	20.064,77	0,00	0,00	20.064,77	108.329,98
				2017	41.992,57	0,00	0,00	41.992,57	108.502,29	
				2018	31.085,08	0,00	0,00	31.085,08	174.039,82	
3	22/02/2018	Edison S.p.A.		2015	5.876.000,00	0,00	0,00	5.876.000,00	4.853.877,09	
				2016	6.265.000,00	0,00	85.000,00	6.180.000,00	5.094.677,56	
				2017	6.203.000,00	0,00	0,00	6.203.000,00	4.661.012,02	
				2018	6.141.000,00	0,00	0,00	6.141.000,00	4.707.518,34	
				2019	5.513.000,00	0,00	0,00	5.513.000,00	5.079.135,73	
				2020	5.480.000,00	0,00	0,00	5.480.000,00	6.557.392,45	
			2021	6.353.000,00	0,00	-641.000,00	6.994.000,00	6.587.166,81		
			Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		22/02/2018	Gas Natural Vendita Italia S.p.A		2015	32.358,42	0,00	0,00	32.358,42	8.802,58
					2016	39.029,90	0,00	0,00	39.029,90	64.145,40
				2017	20.796,59	0,00	0,00	20.796,59	66.023,45	
				2018	26.719,28	0,00	0,00	26.719,28	72.899,88	
4	04/08/2016	A2A SpA		2013	3.409.000,00	0,00	0,00	3.409.000,00	1.561.588,29	
				2014	3.240.000,00	0,00	0,00	3.240.000,00	999.031,22	
				2015	3.320.000,00	0,00	0,00	3.320.000,00	1.042.358,78	
				2016	3.271.000,00	0,00	0,00	3.271.000,00	1.051.952,78	
				2017	3.013.000,00	0,00	0,00	3.013.000,00	1.062.741,11	
				2018	3.523.000,00	0,00	0,00	3.523.000,00	1.132.246,78	
			2019	3.651.000,00	0,00	0,00	3.651.000,00	1.031.796,78		
			Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS

		Linea Group Holding SpA (51% Stake)	2013	203.118,66	0,00	0,00		203.118,66	125.286,24	
			2014	232.146,00	0,00	-0,12		232.146,12	118.499,53	
			2015	231.421,00	0,00	0,00		231.421,00	134.112,84	
			2016	210.334,00	0,00	0,00		210.334,00	155.624,08	
			2017	210.139,00	0,00	0,00		210.139,00	179.921,06	
			2018	203.059,00	0,00	0,00		203.059,00	191.273,49	
			2019	372.594,00	0,00	0,00		372.594,00	199.569,77	
5	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	19/11/2015	SNAITECH S.p.a.	2012	163.336,00	0,00	0,00		163.336,00	51.933,53	
			2013	71.636,00	0,00	0,00		71.636,00	68.493,96	
			2014	45.724,00	0,00	0,00		45.724,00	66.321,61	
			2015	142.077,00	0,00	37.233,00		104.844,00	76.956,48	
			2016	119.704,00	0,00	0,00		119.704,00	88.824,99	
			2017	141.317,00	0,00	0,00		141.317,00	104.549,20	
				2018	161.532,00	0,00	0,00		161.532,00	100.773,97
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
		Cogetech S.p.A.	2012	53.478,28	0,00	0,00		53.478,28	188.387,02	
2013			50.091,81	0,00	0,00		50.091,81	175.408,44		
2014			57.435,07	0,00	0,00		57.435,07	147.050,21		
2015			51.025,28	0,00	0,00		51.025,28	232.988,15		
6	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	30/09/2016	Centrale del Latte d'Italia S.p.A.	2013	40.724,00	0,00	0,00		40.724,00	81.002,81	
			2014	40.464,00	0,00	0,00		40.464,00	96.433,22	
			2015	40.810,00	0,00	0,00		40.810,00	109.930,16	
			2016	63.542,00	0,00	8.240,00		55.302,00	107.591,89	
			2017	63.098,00	0,00	0,00		63.098,00	108.521,19	
			2018	63.722,00	0,00	0,00		63.722,00	110.623,23	
				2019	57.070,00	0,00	0,00		57.070,00	115.703,59
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
		Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A.	2013	23.658,33	0,00	0,00		23.658,33	12.417,63	
2014			23.901,80	0,00	0,00		23.901,80	13.756,58		
2015			24.183,02	0,00	0,00		24.183,02	15.247,27		
7	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	03/07/2017	Buzzi Unicem SpA	2014	2.366.900,00	0,00	0,00		2.366.900,00	124.507,48	
			2015	2.584.186,00	0,00	0,00		2.584.186,00	120.944,06	
			2016	2.806.875,00	0,00	0,00		2.806.875,00	114.034,32	
			2017	2.852.126,00	0,00	0,00		2.852.126,00	108.699,74	
			2018	3.143.605,00	0,00	0,00		3.143.605,00	105.985,03	
			2019	3.690.821,00	0,00	0,00		3.690.821,00	112.694,10	
				2020	3.603.007,00	0,00	0,00		3.603.007,00	140.830,66
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
		Cementi Zillo S.p.A.	2014	127.634,12	0,00	0,00		127.634,12	73.770,03	
2015			112.452,27	0,00	0,00		112.452,27	71.900,66		
2016			104.334,55	0,00	0,00		104.334,55	76.116,08		
8	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	27/07/2018	Alpitour S.p.A.	2015	44.580,00	0,00	0,00		44.580,00	6.580,49	
			2016	58.051,00	0,00	2.096,00		55.955,00	8.244,61	
			2017	-	-	-		#VALORE!	10.517,77	
			2018	170.052,00	0,00	14.603,00		155.449,00	13.641,19	
			2019	209.937,00	0,00	0,00		209.937,00	14.591,96	

			2020	94.168,00	0,00	0,00		94.168,00	26.311,93
			2021	58.492,00	0,00	50.000,00		8.492,00	26.898,40
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Eden travel group Srl	2015	13.127,55	0,00	0,00		13.127,55	7.719,72
			2016	13.136,80	0,00	0,00		13.136,80	8.776,56
			2017	12.186,55	0,00	0,00		12.186,55	11.431,94
9	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	29/08/2016	Dedalus Holding S.p.A.	2013	54.643,00	0,00	0,00		54.643,00	18.866,70
			2014	62.953,00	0,00	0,00		62.953,00	19.748,32
			2015	63.982,00	0,00	0,00		63.982,00	19.637,89
			2016	66.846,00	0,00	0,00		66.846,00	27.378,44
			2017	86.764,00	0,00	0,00		86.764,00	35.366,48
			2018	74.906,00	0,00	9.200,00		65.706,00	39.301,00
			2019	103.487,00	0,00	0,00		103.487,00	41.870,47
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	NoemaLife SpA	2013	28.401,00	0,00	734,00		27.667,00	8.678,90	
2014		27.800,00	0,00	-3,00		27.803,00	5.840,96		
2015		31.624,00	0,00	-8,00		31.632,00	5.673,11		
10	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	27/12/2017	Intek Group S.p.A.	2014	445.976,00	0,00	0,00		445.976,00	4.645,06
			2015	449.981,00	0,00	0,00		449.981,00	4.887,72
			2016	441.978,00	0,00	0,00		441.978,00	3.690,20
			2017	484.681,00	0,00	20.844,00		463.837,00	2.824,83
			2018	504.596,00	0,00	0,00		504.596,00	2.703,09
			2019	502.635,00	0,00	0,00		502.635,00	2.817,57
			2020	507.180,00	0,00	0,00		507.180,00	2.999,01
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	ErgyCapital S.p.A. (50.96% Stake)	2014	13.947,00	0,00	0,00		13.947,00	1.402,31	
2015		11.963,00	0,00	1,00		11.962,00	1.229,33		
2016		10.714,00	0,00	0,00		10.714,00	1.221,59		
11	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	11/04/2018	IREN S.p.A.	2015	2.061.666,00	0,00	0,00		2.061.666,00	460,63
			2016	2.288.097,00	0,00	0,00		2.288.097,00	519,77
			2017	2.498.803,00	0,00	0,00		2.498.803,00	571,47
			2018	2.562.371,00	0,00	24.705,00		2.537.666,00	651,54
			2019	-	-	-		#VALORE!	504,97
			2020	2.763.528,00	0,00	0,00		2.763.528,00	792,55
			2021	2.950.660,00	0,00	0,00		2.950.660,00	669,69
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	ACAM S.p.A. (91.3% Stake)	2015	23.112,28	0,00	0,00		23.112,28	23.470,67	
2016		27.970,78	0,00	0,00		27.970,78	24.051,43		
2017		36.591,08	0,00	0,00		36.591,08	24.755,31		
12	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	06/12/2017	Italgas S.p.A.							

			2016	1.064.000,00	0,00	0,00		1.064.000,00	34.260,94
			2017	1.185.640,00	0,00	0,00		1.185.640,00	35.793,48
			2018	1.329.347,00	0,00	0,00		1.329.347,00	40.484,68
			2019	1.794.939,00	0,00	0,00		1.794.939,00	42.281,05
			2020	1.981.042,00	0,00	0,00		1.981.042,00	40.904,45
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Enerco Distribuzione S.p.A.	2014	28.970,49	0,00	0,00		28.970,49	12.329,82
			2015	29.560,55	0,00	0,00		29.560,55	13.109,44
			2016	28.193,58	0,00	0,00		28.193,58	12.925,84
			2017	24.340,55	0,00	0,00		24.340,55	13.338,66
13	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	31/07/2018	Marche Multiservizi S p A	2015	48.273,94	0,00	0,00		48.273,94	24.653,98
			2016	55.504,84	0,00	0,00		55.504,84	19.299,79
			2017	79.631,21	0,00	0,00		79.631,21	24.141,57
			2018	119.702,21	0,00	2.904,29		116.797,92	26.888,70
			2019	121.877,69	0,00	0,00		121.877,69	29.789,37
			2020	126.642,97	0,00	0,00		126.642,97	30.832,35
			2021	131.367,09	0,00	0,00		131.367,09	24.909,82
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Megas. Net S.p.a.	2015	35.898,00	0,00	0,00		35.898,00	2.463,66
	2016		36.259,27	0,00	0,00		36.259,27	2.192,09	
	2017		37.480,75	0,00	-25,76		37.506,51	2.276,78	
14	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	01/01/2018	Baule Volante s.p.a.	2014	4.099,97	0,00	0,00		4.099,97	8.167,78
			2015	5.217,40	0,00	0,00		5.217,40	9.086,84
			2016	5.212,04	0,00	0,00		5.212,04	10.226,95
			2017	3.323,51	0,00	2,00		3.321,51	11.243,58
			2018	3.631,90	0,00	45,44		3.586,47	11.098,92
			2019	4.133,66	0,00	0,00		4.133,66	12.031,53
			2021	12.465,28	0,00	63,49		12.401,79	15.944,25
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		IL Fior Di Loto S.r.l.	2014	326,12	0,00	0,00		326,12	3.721,62
	2015		555,44	0,00	0,00		555,44	4.151,24	
	2016		538,71	0,00	0,00		538,71	4.594,99	
15	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	04/04/2016	Marr S.p.A	2013	244.142,00	0,00	0,00		244.142,00	149.780,54
			2014	254.280,00	0,00	0,00		254.280,00	151.959,55
			2015	271.830,00	0,00	0,00		271.830,00	161.167,96
			2016	285.564,00	0,00	0,00		285.564,00	155.137,18
			2017	304.724,00	0,00	0,00		304.724,00	165.069,92
			2018	324.271,00	0,00	0,00		324.271,00	170.513,67
			2019	339.797,00	0,00	0,00		339.797,00	172.708,16
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		DE.AL. s.r.l.	2013	4.942,28	0,00	0,00		4.942,28	7.270,01
	2014		6.242,60	0,00	1.500,00		4.742,60	7.979,80	
	2015		6.694,51	0,00	0,00		6.694,51	8.248,59	
	2016		1.960,68	0,00	0,00		1.960,68	9.105,53	

16	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	08/06/2016	Arnoldo Mondadori Editore SpA	2013	332.186,00	0,00	0,00		332.186,00	14.288,08	
			2014	289.121,00	0,00	3.900,00		285.221,00	13.557,90	
			2015	295.509,00	0,00	0,00		295.509,00	13.797,32	
			2016	317.798,00	0,00	0,00		317.798,00	12.191,81	
			2017	345.314,00	0,00	0,00		345.314,00	12.219,59	
			2018	170.699,00	0,00	0,00		170.699,00	13.097,88	
			2019	170.041,00	0,00	0,00		170.041,00	11.606,33	
	08/06/2016	Target			PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Banzai Media Holding S.r.l	2013	2.042,10	0,00	0,00		2.042,10	168,44	
2014			2.012,42	0,00	0,00		2.012,42	154,51		
2015	2.493,81		0,00	0,00		2.493,81	155,71			
17	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	13/12/2018	A2A SpA	2015	3.320.000,00	0,00	0,00		3.320.000,00	1.042.358,78	
			2016	3.271.000,00	0,00	0,00		3.271.000,00	1.051.952,78	
			2017	3.013.000,00	0,00	0,00		3.013.000,00	1.062.741,11	
			2018	3.523.000,00	0,00	0,00		3.523.000,00	1.132.246,78	
			2019	3.651.000,00	0,00	0,00		3.651.000,00	1.031.796,78	
			2020	4.116.000,00	0,00	0,00		4.116.000,00	991.219,11	
			2021	-	-	-		#VALORE!	1.092.679,78	
	13/12/2018	Target			PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		TS Energy Italy S.p.A.	2015	169,43	0,00	0,00		169,43	15.750,30	
2016			966,89	0,00	10,00		956,89	26.572,45		
2017			526,84	0,00	0,00		526,84	7.787,96		
2018	7.845,69		0,00	0,00		7.845,69	9.161,32			
18	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	10/10/2016	Triboo S.p.A	2013	12.895,58	0,00	3,53		12.892,05	65.041,35	
			2014	36.955,97	0,00	15.902,97		21.053,00	53.529,97	
			2015	37.314,86	0,00	0,00		37.314,86	60.205,33	
			2016	68.595,74	0,00	12.813,71		55.782,03	65.482,42	
			2017	68.914,75	0,00	0,00		68.914,75	68.593,46	
			2018	34.635,00	0,00	0,00		34.635,00	65.664,55	
			2019	33.142,00	0,00	0,00		33.142,00	68.178,22	
	10/10/2016	Target			PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		Grother S.r.l.	2015	14,69	0,00	0,00		14,69	26.538,59	
19	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS	
	01/11/2015	Tamini Trasformatori S.r.l.	2012	33.502,38	0,00	0,00		33.502,38	31.973,26	
			2013	41.542,66	0,00	0,00		41.542,66	32.950,30	
			2014	36.821,22	0,00	0,00		36.821,22	35.427,54	
			2015	78.877,50	0,00	1.285,71		77.591,78	37.218,82	
			2016	63.351,58	0,00	0,00		63.351,58	36.541,40	
			2017	60.566,13	0,00	0,00		60.566,13	41.381,90	
			2018	56.016,76	0,00	0,00		56.016,76	32.826,79	
	01/11/2015	Target			PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
		TES Transformer Electro Service srl	2012	12.874,94	0,00	0,00		12.874,94	9.401,89	
2013			11.375,28	0,00	0,00		11.375,28	10.307,13		
2014			10.258,46	0,00	0,00		10.258,46	10.942,15		
2015			9.024,02	0,00	0,00		9.024,02	11.325,06		

			2016	8.221,76	0,00	0,00		8.221,76	10.953,17
	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
20	28/02/2018	Italgas S.p.A.	2016	1.064.000,00	0,00	0,00		1.064.000,00	34.260,94
			2017	1.185.640,00	0,00	232,00		1.185.408,00	35.793,48
			2018	1.329.347,00	0,00	0,00		1.329.347,00	40.484,68
			2019	1.794.939,00	0,00	0,00		1.794.939,00	42.281,05
			2020	1.981.042,00	0,00	0,00		1.981.042,00	40.904,45
			2021	2.142.491,00	0,00	784,00		2.141.707,00	42.809,47
	Target			PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	Ichnusa Gas S.p.A.	2015	2.727,20	0,00	0,00		2.727,20	24,60	
2016		2.492,95	0,00	0,00		2.492,95	44,85		
2017		-1.361,10	0,00	0,00		-1.361,10	54,13		
	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
21	19/12/2018	Gruppo Zaffiro Srl	2015	9.642,50	0,00	0,00		9.642,50	7.944,81
			2016	10.184,70	0,00	0,00		10.184,70	7.897,96
			2017	17.851,54	0,00	0,00		17.851,54	8.331,26
			2018	18.129,42	0,00	0,00		18.129,42	9.072,29
			2019	48.543,06	0,00	1.800,00		46.743,06	7.375,11
			2020	48.688,07	0,00	0,00		48.688,07	10.192,62
2021	48.763,36	0,00	0,00		48.763,36	8.393,61			
	Target			PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	Villa Gisella srl	2015	13.097,40	0,00	0,00		13.097,40	1.833,40	
2016		13.456,49	0,00	0,00		13.456,49	1.967,96		
2017		12.835,88	0,00	0,00		12.835,88	2.467,07		
2018		9.883,21	0,00	0,00		9.883,21	2.852,45		
	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
22	07/10/2015	JAKALA S.p.A.	2014	32.506,00	0,00	0,00		32.506,00	45.275,31
			2015	41.209,00	0,00	212,00		40.997,00	53.246,14
			2016	47.497,00	0,00	0,00		47.497,00	53.226,27
			2017	56.597,00	0,00	0,00		56.597,00	57.145,26
			2018	39.743,00	0,00	116,00		39.627,00	64.634,25
			Target			PN	Dividendi	Aumento capitale	di
	Value Lab S.p.A. (60% Stake)	2012	669,91	0,00	0,00		669,91	5.970,30	
2013		763,19	0,00	0,00		763,19	6.048,99		
2014		1.404,26	0,00	680,00		724,26	5.639,77		
2015		1.338,39	0,00	0,00		1.338,39	5.934,69		
2016		2.756,69	0,00	27,30		2.729,39	5.643,58		
2017		4.264,01	0,00	0,00		4.264,01	7.482,67		
	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
23	28/06/2016	Cellnex Italia, s.r.l.	2015	267.481,00	0,00	0,00		267.481,00	32.367,04
			2016	796.768,42	0,00	0,00		796.768,42	27.364,70
			2017	292.460,00	0,00	0,00		292.460,00	28.991,94
			2018	297.596,00	0,00	0,00		297.596,00	31.929,01
			2019	353.808,00	0,00	0,00		353.808,00	30.261,97
			Target			PN	Dividendi	Aumento capitale	di
		2013	290,93	0,00	0,00		290,93	1.058,13	

			2014	305,98	0,00	0,00		305,98	1.187,01
			2015	818,74	0,00	0,00		818,74	2.012,26
		CommsCon Italia s.r.l.	2016	1.895,34	0,00	0,00		1.895,34	2.272,21
			2017	2.589,97	0,00	0,00		2.589,97	2.234,05
			2018	2.364,72	0,00	0,00		2.364,72	2.110,77
			2019	2.001,75	0,00	0,00		2.001,75	1.582,12
24	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	01/02/2016	ESTRA S.P.A.	2013	241.170,14	0,00	9.000,00		232.170,14	151.104,24
			2014	245.222,37	0,00	0,00		245.222,37	155.148,30
			2015	271.413,36	0,00	0,00		271.413,36	168.358,19
			2016	320.520,00	0,00	0,00		320.520,00	187.522,56
			2017	331.920,00	0,00	22.834,00		309.086,00	207.368,80
			2018	325.253,00	0,00	0,00		325.253,00	237.653,32
			2019	321.794,00	0,00	0,00		321.794,00	248.569,36
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	COOPGAS S.r.l.	2013	8.975,62	0,00	0,00		8.975,62	23.202,24	
		2014	6.087,02	0,00	0,00		6.087,02	20.941,18	
		2015	6.472,78	0,00	0,00		6.472,78	21.640,32	
2016		6.820,76	0,00	0,00		6.820,76	21.131,74		
25	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	29/05/2018	Nutrilinea S.r.l.	2015	4.771,45	0,00	0,00		4.771,45	24.525,78
			2016	5.180,73	0,00	0,00		5.180,73	31.993,42
			2017	47.750,33	0,00	490,00		47.260,33	29.702,58
			2018	46.275,79	0,00	0,00		46.275,79	30.988,52
			2019	63.412,71	0,00	131,18		63.281,53	31.601,38
			2020	52.553,71	0,00	0,00		52.553,71	45.846,53
			2021	44.475,38	0,00	0,00		44.475,38	53.244,85
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	Pharcoterm Srl	2015	2.220,68	0,00	0,00		2.220,68	3.939,27	
		2016	2.726,56	0,00	0,00		2.726,56	4.613,58	
		2017	3.457,58	0,00	0,00		3.457,58	4.775,54	
2018		4.625,06	0,00	0,00		4.625,06	5.756,72		
2019		5.292,91	0,00	0,00		5.292,91	6.289,15		
2020		5.565,75	0,00	0,00		5.565,75	8.475,23		
26	Completion Date	Bidder		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	01/07/2015	Megadyne S.p.A	2012	88.963,47	0,00	434,05		88.529,42	12.999,11
			2013	112.984,81	0,00	0,00		112.984,81	19.622,42
			2014	311.070,60	0,00	0,00		311.070,60	21.590,02
			2015	311.327,31	0,00	213,00		311.114,31	23.730,13
			2016	305.224,82	0,00	0,00		305.224,82	27.595,17
			2017	286.614,28	0,00	135,09		286.479,19	30.680,60
			2018	511.033,50	0,00	0,00		511.033,50	35.394,03
		Target		PN	Dividendi	Aumento capitale	di	PATRIMONIO NETTO	PATRIMONIO NETTO PEERS
	Sampla Belting Srl	2012	3.771,68	0,00	0,00		3.771,68	4.014,44	
		2013	3.575,05	0,00	0,00		3.575,05	7.214,22	
		2014	3.639,19	0,00	0,00		3.639,19	7.963,55	

Allegato J – Codici ATECO 2007 e Macrocategorie

Cifre Codici ATECO	Lettera Alfabetica	Descrizione Macrocategoria
01-04	A	Agricoltura, Silvicoltura e Pesca
05-09	B	Estrazione di Minerali da Cave e Miniere
10-33	C	Attività Manifatturiere
35	D	Fornitura di Energia Elettrica, Gas, Vapore e Aria Condizionata
36-39	E	Fornitura di Acqua; Reti Fognarie, Attività di Gestione dei Rifiuti e Risanamento
41-43	F	Costruzioni
45-47	G	Commercio all'ingrosso e al dettaglio; riparazione di autoveicoli e motocicli
49-53	H	Trasporto e Magazzinaggio
55-56	I	Attività dei Servizi di Alloggio e Ristorazione
58-63	J	Servizi di Informazione e Comunicazione
64-66	K	Attività Finanziarie e Assicurative
68	L	Attività Immobiliari
69-75	M	Attività Professionali, Scientifiche e Tecniche
77-82	N	Noleggio, Agenzie di Viaggio, Servizi di Supporto alle Imprese
84	O	Amministrazione Pubblica e Difesa; Assicurazione Sociale Obbligatoria
85	P	Istruzione
86-88	Q	Sanità e Assistenza Sociale
90-93	R	Attività Artistiche, Sportive, di Intrattenimento e Divertimento
94-96	S	Altre Attività di Servizi
97-98	T	Attività di Famiglie e Convivenze come Datori di Lavoro per Personale Domestico; Produzione di Beni e Servizi Indifferenziati per uso proprio da parte di Famiglie e Convivenze
99	U	Organizzazioni ed Organismi Extraterritoriali

Allegato K: Classificazione deal Same Industry (SI) e Non Same Industry (NSI)

Deal	Bidder	ATECO Bidder	Macro Categoria Bidder	Target	ATECO Target	Macro Categoria Target	Same Industry
1	Cairo Communications SpA	731200	M	RCS Media Group SpA (95.28% Stake)	580000	J	NSI
2	Terna SpA	351200	D	Società Elettrica Ferroviaria S.r.l.	351200	D	SI
3	Sirti S.p.A.	332002	C	Foi & Vitali Elettrodotti Spa	432101	F	NSI
4	Italcementi SpA	235100	C	Cementir Italia SpA	235100	C	SI
5	Autostrade per l'Italia S.p.A.	522120	H	Società Autostrada Tirrenica S.p.A.	421100	F	NSI
6	Recordati SpA	212000	C	Italchimici SpA	212009	C	SI
7	Arnoldo Mondadori Editore SpA	581400	J	Rizzoli Libri S.p.A.	581400	J	SI
8	Edison S.p.A.	701000	M	Zephyro S.p.A.	432201	F	NSI
9	Cartiera dell'Adda S.r.l.	682001	K	Industria Cartaria Pieretti	171200	C	NSI
10	IREN S.p.A.	350000	D	TRM S.p.a. (51% Stake)	382109	E	NSI
11	Vianini SpA	236100	C	Domus Italia SpA	682001	K	NSI
12	Gruppo Sodalis Srl	701000	M	Deborah Group S.r.l.	204200	C	NSI
13	Inalca S.p.A.	101000	C	Unipeg Società Cooperativa Agricola	101000	C	SI
14	R.T.I. S.p.A.	601000	J	Monradio S.r.l. (80% Stake)	601000	J	SI
15	Rimorchiatori Riuniti S.p.A.	500000	H	Rimorchiatori Augusta S.p.A.	502000	H	SI
16	I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.	282930	C	Tissue Machinery Company (82,5% Stake)	289500	C	SI
17	Recipharm Italia S.p.A.	701000	M	Mitim S.r.l.	212009	C	NSI
18	Sabelli S.p.A.	105120	C	Trevisanalat s.p.a. (79% Stake)	105120	C	SI
19	Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa	561011	I	Temakinho Italia SRL	561011	I	SI
20	Tinexta S.p.A.	701000	M	Co.Mark S.p.A. (70% Stake)	829999	N	NSI
21	Cigierre Compagnia Generale Ristorazione Spa	561011	I	America Graffiti Franchising S.r.l.	561011	I	SI
22	Indel B S.p.A.	275100	C	Autoclima S.p.A.	282500	C	SI
23	Tinexta S.p.A.	701000	M	Warrant Hub SpA (70% Stake)	702209	M	SI
24	Carel Industries SpA	260000	C	Recuperator S.p.A.	282500	C	SI
25	Mittel Private Equity SpA	701000	M	Industria Metallurgica Carmagnolese (75% Stake)	293209	C	NSI
26	HERAmbiente S.p.A.	382109	E	Waste Recycling S.p.A.	381100	E	SI
27	Emak S.p.A.	282400	C	Lavorwash S.p.A. (83.1% Stake)	282992	C	SI
28	Voilap Holding Srl	701000	M	Imecon Engineering S.r.l. (70% Stake)	262000	C	NSI
29	Gennaro Auricchio S.p.A.	105120	C	Cascine Emiliane SpA (90% Stake)	463310	G	NSI
30	Italgas S.p.A.	642000	K	Medea S.p.A.	352100	D	NSI
31	Ascopiave SpA	701000	M	Pasubio Group S.p.A.	352200	D	NSI
32	Interpump Group S.p.A.	282999	C	Tubiflex S.p.A. (80% Stake)	242020	C	SI

33	Gruppo Società Gas Rimini Spa	701000	M	Astea Energia SPA	352300	D	NSI
34	Snam SpA	701000	M	TEP Energy Solution S.r.l. (82% Stake)	749000	M	SI
35	Mittel Private Equity SpA	701000	M	Ceramica Cielo S.p.A. (80% Stake)	234200	C	NSI
36	Coeclerici S.p.A.	642000	K	IMS Deltamatic S.p.A. (67% Stake)	282930	C	NSI
37	Tinexta S.p.A.	701000	M	Visura SpA (60% Stake)	631120	J	NSI
38	Pastificio Di Martino Gaetano & F.lli SpA	107300	C	Grandi Pastai Italiani S.p.A. (66.67% Stake)	107300	C	SI
39	I.M.A. Industria Macchine Automatiche S.P.A.	282930	C	Eurosicma S.p.A. (60% Stake)	282930	C	SI
40	Itinera S.p.A.	421100	F	SEA Segnaletica Stradale S.p.A.	421100	F	SI
41	Open Fiber S.p.A.	610000	J	Metroweb Italia S.p.A.	701000	M	NSI
42	Gamenet S.p.A.	920002	R	GoldBet S.r.l.	920009	R	SI
43	Edison S.p.A.	701000	M	Gas Natural Vendita Italia S.p.A.	352300	D	NSI
44	A2A SpA	351100	D	Linea Group Holding SpA (51% Stake)	701000	M	NSI
45	SNAITECH S.p.a.	920009	R	Cogetech S.p.A.	920002	R	SI
46	Centrale del Latte d'Italia S.p.A.	105110	C	Centrale del Latte di Firenze, Pistoia e Livorno S.p.A.	105110	C	SI
47	Buzzi Unicem SpA	235100	C	Cementizillo S.p.A.	235100	C	SI
48	Alpitour S.p.A.	791200	N	Eden travel group Srl	791100	N	SI
49	Dedalus Holding S.p.A.	620100	J	Noemalife SpA	620100	J	SI
50	Intek Group S.p.A.	701000	M	ErgyCapital S.p.A. (50.96% Stake)	642000	K	NSI
51	IREN S.p.A.	350000	D	ACAM S.p.A. (91.3% Stake)	360000	E	NSI
52	Italgas S.p.A.	642000	K	Enerco Distribuzione S.p.A.	352200	D	NSI
53	Marche Multiservizi S.p.A.	382109	E	Megas. Net S.p.a.	352000	D	NSI
54	Baule Volante s.p.a.	463920	G	IL Fior Di Loto S.r.l.	463920	G	SI
55	Marr S.p.A.	463920	G	DE.AL. s.r.l.	463210	G	SI
56	Arnoldo Mondadori Editore SpA	581400	J	Banzai Media Holding S.r.l.	702209	M	NSI
57	A2A SpA	351100	D	TS Energy Italy S.p.A.	701000	M	NSI
58	Triboo S.p.A.	701000	M	Grother S.r.l.	642000	K	NSI
59	Tamini Trasformatori S.r.l.	271100	C	Transformer Electro Service srl	432101	F	NSI
60	Italgas S.p.A.	642000	K	Ichnusa Gas S.p.A.	749093	M	NSI
61	Gruppo Zaffiro Srl	701000	M	Villa Gisella srl	870000	Q	NSI
62	JAKALA S.p.A.	464990	G	Value Lab S.p.A. (60% Stake)	702209	M	NSI
63	Cellnex Italia, s.r.l.	619099	J	CommsCon Italia s.r.l.	612000	J	SI
64	ESTRA S.P.A.	701000	M	COOPGAS S.r.l.	352300	D	NSI
65	Nutrilinea S.r.l.	108600	C	Pharcoterm Srl	108600	C	SI
66	Megadyne S.p.A.	221909	C	Sampla Belting Srl	280000	C	SI