

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

Al Consiglio di Amministrazione di

Funivie Folgarida Marilleva S.p.A.

Piazzale Folgarida, 30

Dimaro (TN)

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Il Consiglio di Amministrazione di Funivie Folgarida Marilleva S.p.A. (di seguito, anche "FFM" o la "Società") ha approvato, in data 9 marzo 2023, alcune modifiche statutarie da sottoporre all'approvazione dell'Assemblea straordinaria degli Azionisti e dell'Assemblea Speciale degli azionisti titolari di Azioni Privilegiate previste per il giorno 31 marzo 2023.

Le suddette proposte di modifica statutaria, come precisato dagli Amministratori della Società all'interno della "Relazione del Consiglio di Amministrazione Parte Straordinaria", si rendono necessarie a seguito della proposta di conversione obbligatoria delle azioni privilegiate di FFM in azioni ordinarie della stessa, applicando un rapporto di conversione alla pari senza pagamento di alcun conguaglio di conversione in denaro, che gli Amministratori presenteranno per l'approvazione all'Assemblea Speciale degli azionisti titolari di Azioni Privilegiate.

Le proposte di modifica hanno ad oggetto gli articoli 6, 7, 8, 9 e 38 dello statuto della Società così da riflettere gli effetti della conversione obbligatoria delle azioni privilegiate di FFM in azioni ordinarie, nel presupposto che ne venga deliberata l'approvazione da parte dell'Assemblea Speciale degli azionisti titolari di azioni privilegiate. È da precisare, inoltre, come indicato dagli Amministratori all'interno della "Relazione del Consiglio di Amministrazione Parte Straordinaria", che la proposta di conversione obbligatoria di cui sopra è subordinata, altresì, alla circostanza per cui l'importo da riconoscere a coloro che abbiano esercitato il diritto di recesso non ecceda l'ammontare di euro 1.000.000, al termine del periodo previsto per l'offerta in opzione e prelazione ai soci della Società delle azioni degli azionisti privilegiati recedenti ai sensi dell'art. 2437-quater del codice civile, benché la Società abbia facoltà di rinunciare a tale condizione, trattandosi di una clausola posta esclusivamente nell'interesse della Società medesima.

In tale circostanza, la Società ha ritenuto applicabile l'art. 2437 del Codice Civile che prevede, per gli azionisti che non intendano concorrere a tale deliberazione, la possibilità di esercitare il diritto di recesso. L'art. 2437-*ter*, secondo comma, del Codice Civile stabilisce che il valore di liquidazione delle azioni sia determinato dal Consiglio di Amministrazione, sentito il parere del Collegio Sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale.

Il Consiglio di Amministrazione ha incaricato il dott. Stefano Angeli (di seguito, anche il "Consulente") di predisporre una valutazione della Società in vista dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti titolari di azioni privilegiate, a seguito delle sopra citate modifiche. In data 2 marzo 2023, il Consulente ha predisposto la valutazione della società (di seguito anche la "Valutazione").

HLB Analisi S.p.A., quale soggetto incaricato, ai sensi e per gli effetti dell'art. 2409-*bis* del Codice Civile, della revisione legale del bilancio di esercizio della Società, ha ricevuto dal Consiglio di Amministrazione della Società, l'incarico di predisporre il parere ex art. 2437-*ter*, secondo comma, del Codice Civile sul valore di liquidazione delle azioni privilegiate di Funivie Folgarida Marilleva S.p.A.

Gli amministratori di FFM ci hanno formalmente comunicato, al fine di consentire l'attività a noi richiesta ai sensi dell'art. 2437-*ter* del Codice Civile, il valore di liquidazione delle azioni privilegiate di FFM, individuato in Euro 1,25 ciascuna anche sulla base della relazione del Consulente, per il caso di esercizio del diritto di recesso.

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

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

2. NATURA E LIMITI DELL'INCARICO

Il presente documento ha il fine di fornire al Consiglio di Amministrazione di FFM il parere previsto dall'art. 2437-*ter* del Codice Civile in merito alla ragionevolezza e non arbitrarietà del metodo di valutazione adottato dagli Amministratori per determinare il valore di liquidazione delle azioni privilegiate, nonché in merito alla corretta applicazione di tale metodo.

Il presente documento illustra il metodo seguito dal Consiglio di Amministrazione della Società, anche per il tramite del proprio Consulente, unitamente alle eventuali difficoltà da questi incontrate per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni privilegiate, nonché le nostre considerazioni sull'adeguatezza, nelle circostanze, di tale metodo sotto il profilo della sua ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sugli eventuali limiti del metodo stesso e sulla sua corretta applicazione.

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

3. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

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

- Relazione del Consiglio di Amministrazione Parte Straordinaria - Punto 1 all'ordine del giorno: Conversione obbligatoria delle n. 17.182.207 azioni privilegiate in azioni ordinarie della Società sulla base di un rapporto di cambio alla pari. Modifica degli articoli 6, 7, 8, 9 e 38 dello Statuto;
- Relazione del consiglio di Amministrazione circa la "Proposta di conversione obbligatoria delle azioni privilegiate in azioni ordinarie di Funivie Folgarida Marilleva S.p.A. - Determinazione del valore delle azioni privilegiate, ai sensi dell'art. 2437-ter cod. civ." del 9 marzo 2023;
- Relazione di stima del valore delle azioni della Società Funivie Folgarida Marilleva S.p.A. alla data del 2 marzo 2023 redatta dal dott. Stefano Angeli;
- Bilanci d'esercizio degli ultimi 6 anni, da noi assoggettati a revisione legale, già approvati dalla Società e relativi dettagli contabili e supporti documentali;
- Parametri finanziari e di valutazione d'azienda contenuti in banche dati pubbliche e elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo infine ottenuto attestazione, mediante lettera inviata, anche in nome e per conto del Consiglio di Amministrazione, dal rappresentante legale della Società in data 16 marzo 2023, che i dati e le informazioni messi a disposizione nello svolgimento del nostro incarico sono completi e che non sono intervenute modifiche significative in relazione agli stessi.

4. METODOLOGIE DI VALUTAZIONE ADOTTATE DAGLI AMMINISTRATORI E RELATIVI RISULTATI

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

Pertanto, nel prosieguo di questo paragrafo si farà riferimento alla Valutazione del dott. Stefano Angeli datata 2 marzo 2023, fatta propria dal Consiglio di Amministrazione della Società.

4.1. Metodologie adottate

Come riportato nella loro relazione, gli Amministratori hanno ritenuto di fare riferimento alla valutazione effettuata dal Consulente, le cui determinazioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione, che ha ritenuto di adottare, per le finalità di cui all'art. 2437-ter, secondo comma, del Codice Civile, le seguenti metodologie valutative:

Metodo misto patrimoniale-reddituale. Tale metodo si basa sulla determinazione del valore corrente del patrimonio netto aziendale, rettificato della stima autonoma dell'avviamento. Per quanto concerne la determinazione del valore corrente del patrimonio netto aziendale, si è fatto riferimento alle risultanze contabile contenute nel bilancio d'esercizio chiuso al 30 aprile 2022 (ultimo bilancio approvato disponibile) senza apportare ulteriori rivalutazioni o svalutazioni ai singoli elementi patrimoniali, tenuto conto sia della loro natura e delle modalità di valutazione in bilancio sia, in particolare, che le immobilizzazioni materiali sono già state oggetto di rivalutazione da parte della società ai sensi della L. 2/2009. Inoltre, il Consulente ha altresì tenuto conto della fiscalità latente correlata alle riserve in sospensione di imposta iscritte all'interno del patrimonio netto contabile. La determinazione autonoma dell'avviamento, invece, è stata eseguita assumendo, quale reddito medio atteso, il reddito medio degli ultimi sei esercizi, al netto dei ristori Covid-19, ed escludendo l'esercizio 2020/21 caratterizzato dall'evento straordinario della chiusura degli impianti imposta dalle autorità nazionali nell'ambito delle misure di contenimento dell'epidemia da Covid-19. Nella stima dell'avviamento sono stati applicati i tassi stimati relativi al costo opportunità del capitale (K_e) e al costo medio ponderato del capitale (WACC), determinati secondo parametri di mercato ottenuti da banche dati pubbliche. La suddetta stima ha comportato la rilevazione di un avviamento negativo e, pertanto, il valore economico aziendale complessivo è stato determinato in euro 63,2 milioni.

Metodo finanziario. Tale metodo di valutazione si basa sulla determinazione del valore attuale dei flussi finanziari attesi, scontati sulla base del costo medio ponderato del capitale (WACC), dedotta la posizione finanziaria netta. Nell'ambito della valutazione, il Consulente ha assunto, quale flusso di cassa atteso, il flusso di cassa operativo medio degli ultimi 6 esercizi (escludendo l'esercizio 2020/21 e l'incasso dei ristori Covid-19). Inoltre, sono stati previsti investimenti medi futuri pari ad euro 5 milioni annui e una

variazione annua dei flussi di cassa pari a +1% (g-rate). Al valore ottenuto dell'Enterprise value, dedotta la posizione finanziaria netta, il Consulente ha aggiunto il valore contabile delle partecipazioni che si qualificano, nell'ambito del metodo di valutazione in oggetto, "surplus asset" che non contribuiscono a formare i flussi di cassa attesi di cui sopra, sottoposti ad attualizzazione. L'utilizzo del metodo finanziario determina una valutazione complessiva del valore economico aziendale di euro 51,7 milioni.

Metodo dei multipli di mercato. Tale metodo di basa sull'applicazione di multipli di mercato, rilevati in transazioni similari, a determinate grandezze di bilancio (quali ad esempio i ricavi, l'Ebidta, ecc.) da rettificare dell'ammontare della posizione finanziaria netta e del valore dei surplus asset. Nell'applicazione del metodo dei multipli, il Consulente ha fatto riferimento all'EBITDA medio della Società degli ultimi esercizi con esclusione dell'esercizio 2020/21 e degli effetti dei ristori Covid-19. Il multiplo applicato, invece, è stato desunto da una banca data pubblica in relazione al settore di appartenenza della Società. L'utilizzo del metodo dei multipli determina una valutazione complessiva del valore economico aziendale di euro 53,9 milioni.

Stima del valore di mercato. Il Consulente ha fatto riferimento alle operazioni di compravendita di azioni effettuate dalle società Sviluppo Aree Sciistiche S.p.A., nel periodo dal 2018 al 2020, e Val di Sole Group S.r.l., nel periodo 2017-2022. Nelle transazioni di cui sopra, non è stata considerata l'operazione di acquisto effettuata da Sviluppo Aree Sciistiche S.p.A. a seguito del bando di gara indetto dal Fallimento Aeroterminal Venezia S.p.A. per escludere gli impatti legati ai rialzi correlati alla gara d'asta e all'implicito "premio di maggioranza" riconosciuto. Dalle analisi svolte dal Consulente è risultato che il prezzo medio delle azioni ordinarie è di euro 1,808 ciascuna mentre quello delle azioni privilegiate è di euro 1,158 ciascuna.

Il valore economico complessivo aziendale determinato secondo ciascuno dei vari metodi di valutazione, sopra sinteticamente descritti, è stato ripartito tra le azioni ordinarie e le azioni privilegiate secondo un rapporto di 0,64 desunto dal rapporto effettivo applicato sulle transazioni considerate dal Consulente ai fini della "stima del valore di mercato".

È da porre in evidenza che i metodi di cui sopra, secondo la dottrina economico-aziendale, sono normalmente applicati a dati previsionali desunti da un piano industriale (in particolare per quanto concerne il reddito atteso normalizzato e i flussi di cassa attesi). Tuttavia, la Società non ha prodotto al Consulente il piano industriale e, pertanto, le valutazioni sono state effettuate sulla base dei dati medi degli ultimi 6 esercizi, confermando la sostanziale stabilità, storicamente accertata, delle performance aziendali. Gli effetti straordinari legati agli impatti economici delle restrizioni imposte nell'ambito delle misure di contenimento della pandemia da Covid-19, i quali hanno determinato la chiusura degli impianti nella stagione invernale 2020/21 e l'ottenimento dei ristori contabilizzati nell'esercizio 2021/22, sono stati correttamente esclusi dal

calcolo dei valori medi utilizzati ai fini della valutazione del valore economico aziendale.

La valutazione effettuata dal Consulente, inoltre, fatta propria dagli amministratori, si è altresì basata sui bilanci approvati degli ultimi 6 esercizi. L'ultimo bilancio approvato risulta quello relativo al 30 aprile 2022. I dati utilizzati, pertanto, non considerano alcun forecast relativo all'esercizio in corso in chiusura al 30 aprile 2023. Del pari, la posizione finanziaria netta inclusa all'interno della stima del valore economico d'azienda è quella risultante al 30 aprile 2022, data dell'ultimo bilancio approvato, e non risulta aggiornata a data più recente.

4.2. Risultati cui pervengono gli Amministratori

L'applicazione delle metodologie sopra menzionate ha portato il Consulente ad individuare i seguenti valori del capitale economico della Società (in milioni di Euro), fatti propri dagli amministratori:

a) metodo misto patrimoniale-reddituale	63,2 Mln
b) metodo finanziario	51,8 Mln
c) metodo dei multipli	53,9 Mln
d) valori di mercato	50,9 Mln

Il valore economico è stato ripartito tra le azioni ordinarie e privilegiate secondo il rapporto di 0,64, come indicato nel precedente paragrafo.

Pertanto, il valore unitario delle azioni privilegiate, secondo ciascuno dei metodi di valutazione applicati, è di seguito riepilogato:

a) metodo misto patrimoniale-reddituale	Euro 1,435 per azione privilegiata
b) metodo finanziario	Euro 1,176 per azione privilegiata
c) metodo dei multipli	Euro 1,226 per azione privilegiata
d) valori di mercato	Euro 1,158 per azione privilegiata

4.3. Sintesi delle valutazioni eseguite dagli amministratori

Il valore di riferimento individuato dagli Amministratori, pari alla media aritmetica semplice dei valori ottenuti in applicazione di metodi di valutazione descritti nei precedenti paragrafi, in occasione della deliberazione del Consiglio di Amministrazione del 9 marzo 2023 per ciascuna delle n. 17.182.207 azioni privilegiate che potranno essere oggetto di esercizio del diritto di recesso, risulta pari a:

Euro 1,25 per ciascuna azione privilegiata

5. LAVORO SVOLTO

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

- Esame della relazione redatta dagli Amministratori circa l'operazione straordinaria di conversione obbligatoria delle azioni privilegiate in azioni ordinarie.
- Esame della relazione redatta dagli Amministratori sulla determinazione del valore delle azioni privilegiate, ai fini del recesso da parte degli azionisti titolari di azioni privilegiate, che espone il criterio di valutazione adottato, le difficoltà incontrate nel processo valutativo e la determinazione del valore di liquidazione delle azioni privilegiate della Società.
- Esame della relazione di stima del valore delle azioni della Società redatta dal dott. Stefano Angeli.
- Esame critico dei metodi di valutazione adottati dal Consulente e fatti propri dagli Amministratori e raccolta di elementi utili per riscontrare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni.
- Verifica della completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consulente in ordine alla scelta dei suddetti metodi.
- Verifica della ragionevolezza dei dati utilizzati mediante riscontro con le fonti ritenute più opportune, ivi compresa la documentazione utilizzata e precedentemente descritta nel paragrafo 3.
- Verifica della correttezza matematica dei calcoli eseguiti dal Consulente nell'ambito del processo valutativo.
- Discussioni ed approfondimenti con la Direzione della Società.
- Discussione con il Collegio Sindacale in ordine alle rispettive attività svolte ai sensi dell'art. 2437-ter del Codice Civile.
- Richiesta di chiarimenti al Consulente incaricato dalla Società.
- Verifica della corrispondenza tra la documentazione ricevuta nel corso dell'incarico e le versioni finali dei documenti fatti propri dal Consiglio di Amministrazione.

Come ricordato, i bilanci d'esercizio al 30 aprile 2022, 2021, 2020, 2019, 2018, 2017 corredati delle relazioni del Consiglio di Amministrazione, sono stati da noi a suo tempo assoggettati a revisione contabile. Come già precisato al paragrafo 4.1, la Società non ha previsto il piano industriale e, pertanto, il Consulente ha fatto riferimento ai risultati medi desunti negli ultimi 6 bilanci d'esercizio approvati, escludendo gli effetti straordinari conseguenti ai provvedimenti emanati per fronteggiare la pandemia da Covid-19.

Abbiamo infine raccolto, attraverso discussione con la Direzione della Società e limitata analisi documentale, informazioni circa eventi avvenuti dopo la data di approvazione del bilancio al 20 aprile 2022 che possano avere un effetto significativo sulla determinazione

dei valori oggetto del presente parere.

6. COMMENTI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAGLI AMMINISTRATORI

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

Come ricordato, l'applicazione delle metodologie adottate *dal Consulente*, ha condotto gli Amministratori a ritenere di determinare il valore di liquidazione di ogni azione privilegiata in misura pari ad euro 1,25 ciascuna, pari alla media aritmetica semplice delle valutazioni ottenute applicando i singoli metodi di valutazione precedentemente descritti.

Ciò premesso, in ordine all'adeguatezza, nelle circostanze, dei metodi valutativi scelti *dal Consulente e fatti propri dagli Amministratori* della Società, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, riteniamo che essi siano adeguati e in linea con la prassi consolidata circa la valutazione del valore economico d'azienda.

7. LIMITI E DIFFICOLTÀ INCONTRATI NELLO SVOLGIMENTO DEL NOSTRO INCARICO

In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione sulla circostanza, già precedente richiamata, che l'applicazione dei metodi di valutazione con metodo misto-patrimoniale e con metodo finanziario, non si è basata sulle previsioni economico-finanziarie desunte dal piano industriale, peraltro non predisposto dalla Società, bensì su valori medi desunti dagli ultimi 6 bilanci d'esercizio approvati. Tale circostanza rappresenta una semplificazione rispetto all'applicazione dei suddetti metodi di valutazione elaborati dalla dottrina economico-aziendale. Tuttavia, in considerazione dei risultati storici consolidati della Società, al netto degli effetti straordinari derivanti dalle norme speciali emanate nel periodo della pandemia da Covid-19, è stata considerata dal Consulente e dagli Amministratori ragionevolmente rappresentativa delle attese di reddito e finanziarie future ai fini della valutazione del valore di liquidazione delle azioni privilegiate, benché non possa escludersi che gli effetti legati agli incrementi dei costi energetici e delle altre materie prime, che hanno caratterizzato il sistema economico mondiale negli ultimi mesi, possa avere impatti, anche significativi, sulla redditività operativa netta futura della Società.

Infine, è da segnalare che le valutazioni effettuate dal Consulente e fatte proprie dagli amministratori, non tengono conto dei dati economico-finanziari della Società

successivamente al 30 aprile 2022, data dell'ultimo bilancio d'esercizio approvato.

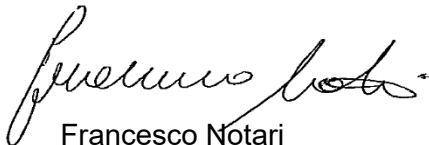
8. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro come illustrate nel presente parere, e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 7, non siamo venuti a conoscenza di fatti o situazioni tali da farci ritenere che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del valore di liquidazione delle azioni privilegiate di Funivie Folgarida Marilleva S.p.A. non siano, limitatamente alla finalità per la quale essi sono stati sviluppati, adeguati in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari e che essi non siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del valore di liquidazione delle azioni privilegiate.

Il presente parere è indirizzato al Consiglio d'Amministrazione di Funivie Folgarida Marilleva S.p.A. ed è stato predisposto esclusivamente per le finalità di cui all'art. 2437-ter del Codice Civile. Tale parere non potrà pertanto essere divulgato a soggetti terzi, fatta eccezione per i soci di Funivie Folgarida Marilleva S.p.A. che ne facciano richiesta, purché per le finalità e nei limiti di cui al medesimo articolo 2437-ter del Codice Civile, o comunque utilizzato per altro scopo, senza il nostro preventivo consenso scritto.

Reggio Emilia, 16 marzo 2023

HLB Analisi S.p.A.

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Francesco Notari', written in a cursive style.

Francesco Notari
(Socio)