

SILVADERMA LAB | GINESTRA ADVISORY

DOCUMENTO RISERVATO

Information Memorandum

Contract manufacturer cosmetico specializzato in emulsioni e sieri ad alta concentrazione di attivi per marchi della profumeria selettiva e della dermocosmesi, con stabilimento produttivo e di confezionamento a Crema e laboratorio di ricerca e microbiologia a Lodi.

CLIENTE	DATA	ADVISOR
Silvaderma Lab S.p.A.	10/07/2026	Ginestra Advisory S.r.l.

Documento dimostrativo — dati e soggetti di fantasia. Il presente documento è predisposto a fini di illustrazione della piattaforma ArgusOne. Società, persone, dati contabili e controparti sono interamente inventati e non fanno riferimento ad alcun soggetto reale.

Avvertenze e limitazioni di responsabilità

Il presente Information Memorandum (di seguito anche il «Documento») è stato predisposto da Ginestra Advisory S.r.l. in qualità di advisor finanziario incaricato dal socio unico di Silvaderma Lab S.p.A. (di seguito anche la «Società» o «Silvaderma») nell'ambito del processo di cessione dell'intero capitale sociale.

Il Documento è consegnato esclusivamente a soggetti che abbiano preventivamente sottoscritto un accordo di riservatezza con la Società o con l'advisor. La sua ricezione comporta l'accettazione integrale delle limitazioni che seguono.

Natura del documento

Il Documento ha finalità informative e non costituisce, né può essere interpretato come, un'offerta al pubblico di prodotti finanziari ai sensi degli articoli 94 e seguenti del D.Lgs. 58/1998 (TUF), né una sollecitazione all'investimento, né un prospetto informativo o altro documento sottoposto all'approvazione di autorità di vigilanza. Nessuna disposizione del Documento può essere intesa come proposta contrattuale ai sensi dell'art. 1326 del codice civile: il perfezionamento di qualsiasi operazione resta subordinato alla negoziazione e sottoscrizione della documentazione contrattuale definitiva e all'avveramento delle condizioni ivi previste.

Il socio unico si riserva il diritto, in qualsiasi momento e senza obbligo di motivazione, di modificare la struttura e il calendario del processo, di negoziare in via esclusiva con uno o più soggetti, di interrompere o sospendere il processo, di escludere uno o più partecipanti e di non accettare alcuna offerta, anche se conforme alle indicazioni contenute nel Documento o nella lettera di processo. Nessuna di tali facoltà può dare luogo a pretese risarcitorie o indennitarie di alcun genere.

Fonti e verifiche

Le informazioni contenute nel Documento derivano da:

- i bilanci d'esercizio degli esercizi chiusi al 31/12/2023, 31/12/2024 e 31/12/2025, redatti secondo gli schemi degli articoli 2424 e 2425 del codice civile e i principi contabili nazionali OIC, sottoposti a revisione legale da parte di Contarim Revisione S.r.l.;
- la situazione contabile infrannuale al 30/06/2026, non sottoposta a revisione;
- il piano economico-finanziario 2026-2029 predisposto dal management della Società;
- documentazione societaria, contrattuale, tecnica e organizzativa messa a disposizione dalla Società nella data room del processo;
- interviste e sessioni di lavoro con il management della Società.

Ginestra Advisory S.r.l. non ha svolto alcuna attività di verifica indipendente, di audit o di due diligence sui dati e sulle informazioni ricevuti, e non ne assume alcuna responsabilità in ordine a completezza, accuratezza e correttezza. Il Documento non contiene una relazione di valutazione né esprime un giudizio sul valore economico della Società o delle sue azioni.

Dati prospettici

Il piano 2026-2029 riflette stime, assunzioni e valutazioni soggettive del management alla data di predisposizione. Per loro natura i dati prospettici sono soggetti a incertezza: lo scostamento fra i risultati effettivi e quelli previsti può essere significativo, anche in presenza di assunzioni ragionevoli. Il Documento riporta le assunzioni sottostanti in modo esplicito, affinché il destinatario possa sostituirvi le proprie. Né la Società né l'advisor assumono impegni di aggiornamento del piano al mutare delle circostanze.

Riservatezza

Il Documento e le informazioni in esso contenute costituiscono informazioni riservate della Società. Il destinatario si impegna a non riprodurle, divulgarle o utilizzarle per finalità diverse dalla valutazione dell'operazione, a limitarne la circolazione interna ai soli soggetti la cui conoscenza sia necessaria a tale scopo, e a restituire o distruggere il Documento su richiesta scritta dell'advisor. L'advisor agisce nell'interesse esclusivo del socio unico e non assume alcun incarico di consulenza nei confronti dei destinatari, ai quali si raccomanda di avvalersi di propri consulenti indipendenti per gli aspetti finanziari, legali, fiscali, giuslavoristici, tecnici e ambientali.

Convenzioni adottate nel Documento

Salvo diversa indicazione, tutti gli importi sono espressi in euro e i prospetti riclassificati in migliaia di euro. Gli esercizi 2023, 2024 e 2025 sono consuntivi; gli esercizi dal 2026 al 2029 sono di piano e nelle tabelle sono contrassegnati dal pedice P. Le date seguono la convenzione gg/mm/aaaa. I termini EBITDA, EBIT, PFN, CCN e DSCR sono impiegati con le definizioni riportate nel capitolo sull'andamento economico-finanziario. Le denominazioni dei clienti compaiono per esteso in ragione dell'accordo di riservatezza sottoscritto dal destinatario.

Sintesi dell'opportunità

Silvaderma Lab S.p.A. è un contract manufacturer cosmetico italiano che sviluppa, produce e confeziona in conto terzi emulsioni, sieri e trattamenti ad alta concentrazione di attivi per marchi della profumeria selettiva e della dermocosmesi. La Società opera da Crema (CR), dove ha sede legale e stabilimento produttivo e di confezionamento di proprietà, e da un secondo sito a Lodi che ospita il laboratorio di formulazione e microbiologia.

Costituita il 12/03/1996, la Società è interamente posseduta dal fondatore, Piergiorgio Dossena, che ha conferito a Ginestra Advisory S.r.l. mandato per la cessione del **100% del capitale sociale**. L'operazione nasce da una motivazione di successione: il fondatore ha 67 anni, non ha successori diretti impegnati nell'impresa e intende trasferire l'azienda a un soggetto in grado di sostenerne il percorso di crescita, rendendosi disponibile a un periodo di affiancamento post-closing.

Nell'esercizio 2025 la Società ha realizzato ricavi delle vendite pari a 41,3 mln di euro, con un EBITDA di 7,4 mln di euro, corrispondente a un EBITDA margin del 18,0%, e un utile netto di 3,2 mln di euro. La posizione finanziaria netta al 31/12/2025 è pari a 4,3 mln di euro, equivalenti a 0,57 volte l'EBITDA. L'organico conta 168 dipendenti.

Che cosa si vende

Si vende una piattaforma industriale specializzata, con capacità produttiva certificata, un patrimonio di formulazioni proprietarie, un portafoglio di marchi clienti di fascia alta legati da contratti quadro pluriennali e una struttura manageriale già indipendente dalla figura del fondatore sul piano operativo. L'amministratore delegato, il direttore ricerca e sviluppo, il direttore amministrazione e finanza e il direttore di stabilimento sono in azienda da anni e ne presidiano le funzioni chiave.

Ciò che non si vende è una posizione di mercato protetta da barriere formali: la difendibilità nasce dalla qualifica presso il cliente e dalla capacità di industrializzare formule complesse. Il capitolo sul portafoglio clienti espone senza attenuazioni la concentrazione della clientela, principale elemento di attenzione dell'operazione.

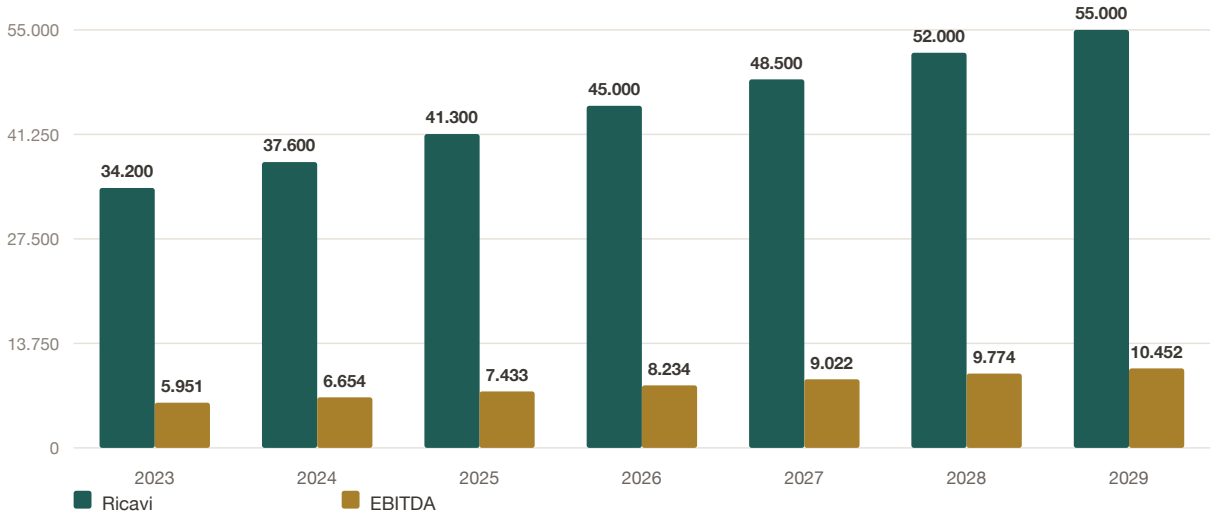
I termini economici in sintesi

INDICATORI ECONOMICI DI SINTESI *migliaia di euro*

VOCE	2023	2024	2025	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	34.200	37.600	41.300	45.000	48.500	52.000	55.000
Valore della produzione	34.330	37.745	41.460	45.170	48.680	52.190	55.200
EBITDA	**5.951**	**6.654**	**7.433**	**8.234**	**9.022**	**9.774**	**10.452**
EBIT	3.268	3.932	4.825	5.533	6.193	6.873	7.456
Utile (perdita) d'esercizio	**2.078**	**2.580**	**3.248**	**3.784**	**4.287**	**4.799**	**5.241**

Esercizi 2023-2025 consuntivi, revisionati da Contarim Revisione S.r.l.; esercizi 2026-2029 di piano.

RICAVI ED EBITDA, 2023-2029



Fonte: bilanci d'esercizio 2023-2025 e piano 2026-2029 del management. Valori in migliaia di euro.

Nel triennio consuntivo i ricavi sono passati da 34,2 mln a 41,3 mln di euro e l'EBITDA da 6,0 mln a 7,4 mln di euro; l'EBITDA margin è salito dal 17,4% al 18,0%. La crescita è stata interamente organica e autofinanziata: nel periodo non sono stati accesi nuovi finanziamenti e il capitale investito è aumentato per effetto degli utili non distribuiti.

Il piano del management prevede di raggiungere nel 2029 ricavi di 55,0 mln di euro e un EBITDA di 10,5 mln di euro, con un EBITDA margin del 19,0%. Il percorso non richiede investimenti di ampliamento della capacità: la saturazione attuale degli impianti è pari a circa l'82% e il piano poggia su efficientamento dei cicli, arricchimento del mix verso formulazioni a maggior contenuto tecnico e ampliamento del perimetro dei servizi resi al cliente.

L'opportunità in cinque punti

Specializzazione difendibile. La Società non è un terzista generalista: presidia emulsioni e sieri ad alta concentrazione di attivi, un segmento in cui la barriera è tecnologica e microbiologica prima che commerciale. **Clienti di fascia alta e contratti pluriennali.** I marchi serviti appartengono alla profumeria selettiva e alla dermocosmesi; i rapporti principali sono regolati da contratti quadro con scadenze fra il 2026 e il 2027. **Marginalità in progressione e cassa.** EBITDA margin dal 17,4% al 18,0% nel triennio, flusso della gestione operativa 2025 pari a 5,4 mln di euro, PFN a 0,57 volte l'EBITDA. **Capacità disponibile senza capex di ampliamento.** La crescita di piano è assorbibile dagli impianti esistenti; il capex resta di natura prevalentemente manutentiva e tecnologica. **Management in continuità.** Le funzioni operative, scientifiche e amministrative sono presidiate da figure interne con anzianità pluriennale; il fondatore non ricopre ruoli operativi quotidiani.

Struttura dell'operazione

L'operazione è impostata come **cessione della totalità delle azioni** (share deal) da parte del socio unico, con perimetro comprensivo dell'immobile industriale di Crema, di proprietà della Società. Il meccanismo di prezzo proposto è il **locked-box** con data di riferimento 31/12/2025, secondo la prassi prevalente nei processi competitivi italiani. Il capitolo dedicato al perimetro e al processo espone in dettaglio i termini, il trattamento dei dividendi

deliberati nel corso del piano, il pacchetto di dichiarazioni e garanzie, le condizioni sospensive attese e il calendario delle fasi.

La società

Identità e dati di riferimento

DATI SOCIETARI DI RIFERIMENTO

VOCE	CONTENUTO
Denominazione	Silvaderma Lab S.p.A.
Forma giuridica	Società per azioni con socio unico
Sede legale e operativa	Via delle Industrie 18, 26013 Crema (CR)
Secondo sito operativo	Laboratorio di ricerca e microbiologia, Lodi (LO)
Partita IVA	08472139990
Numero REA	CR-215487
Codice ATECO	20.42.00 — Fabbricazione di profumi e cosmetici
Data di costituzione	12/03/1996
Capitale sociale	€ 2.000.000, interamente sottoscritto e versato
Dipendenti	168 unità
Revisione legale	Contarim Revisione S.r.l.
Esercizio sociale	1 gennaio — 31 dicembre

La Società è una società per azioni non quotata, con socio unico persona fisica. Il capitale è rappresentato da azioni ordinarie di un'unica categoria: non esistono azioni privilegiate, azioni a voto plurimo o maggiorato, strumenti finanziari partecipativi, obbligazioni convertibili o altri titoli che attribuiscano diritti sul capitale. La forma di S.p.A., adottata sin dalla costituzione, comporta l'obbligo di collegio sindacale e la presenza di un revisore legale esterno: due elementi che, nel confronto con il tipico terzista italiano in forma di S.r.l., riducono il rischio informativo per l'acquirente.

Cronologia

TAPPE PRINCIPALI DELLO SVILUPPO DELLA SOCIETÀ

DATA	EVENTO	RISCONTRO DOCUMENTALE
12/03/1996	Costituzione della Società e avvio dell'attività di contract manufacturing cosmetico a Crema	Estratto informativo camerale
20/05/2011	Ottenimento della certificazione ISO 22716 sulle buone pratiche di fabbricazione cosmetica per lo stabilimento di Crema	Fascicolo certificazioni
14/09/2016	Ottenimento della certificazione ISO 14001 sul sistema di gestione ambientale	Fascicolo certificazioni
20/05/2020	Sottoscrizione del mutuo ipotecario con Banca di Credito Selvanera a garanzia del sito industriale di Crema	Nota integrativa 2025
01/09/2021	Stipula del contratto di leasing strumentale con Fidamica Leasing S.p.A. per l'ampliamento della dotazione di linea	Situazione contabile
10/06/2022	Sottoscrizione del mutuo chirografario con Banca Sirente S.p.A. per il finanziamento della nuova linea di confezionamento	Bilancio 2023
01/09/2023	Rinnovo del contratto quadro pluriennale con il cliente principale Maison Vernaux	Contratto quadro
28/04/2026	Assemblea dei soci: approvazione del bilancio 2025, delibera di distribuzione dei dividendi e conferma del mandato di vendita del 100% del capitale	Verbale di assemblea
15/05/2026	Avvio della due diligence di vendita e predisposizione della data room documentale	Documentazione di processo

I trent'anni di storia della Società si leggono in tre fasi. La prima, dalla costituzione alla metà degli anni Duemila, è quella dell'impianto del mestiere: produzione in conto terzi per marchi italiani di media dimensione, con formulazioni convenzionali e cicli semplici. La seconda, avviata con l'ottenimento della certificazione ISO 22716 nel 2011 e consolidata con l'insediamento del laboratorio di Lodi, è la fase della specializzazione: la Società smette di competere sul costo del riempimento e si posiziona sulla capacità di sviluppare e industrializzare formule complesse, entrando nel perimetro dei fornitori qualificati di marchi della profumeria selettiva. La terza, dal 2015, è la fase della professionalizzazione manageriale e dell'internazionalizzazione: l'ingresso di un amministratore delegato esterno alla proprietà porta l'export a rappresentare circa il 42% del fatturato e la saturazione degli impianti intorno all'82%, ottenuta attraverso l'efficientamento dei cicli anziché con nuovi investimenti di capacità.

Le due sedi

Lo **stabilimento di Crema** è di proprietà della Società, gravato da ipoteca di primo grado a garanzia del mutuo erogato nel 2020 da Banca di Credito Selvanera. Ospita la pesata degli attivi, i reparti di preparazione e trasformazione, le linee di confezionamento primario e secondario, il magazzino materie prime, il magazzino

prodotto finito e gli uffici. È il sito certificato ISO 22716 e ISO 14001 e costituisce l'asset industriale centrale del perimetro dell'operazione.

Il **sito di Lodi** è condotto in locazione da Immobiliare Adda S.r.l., soggetto terzo rispetto alla Società e alla proprietà, in forza di un contratto con decorrenza 01/01/2014 e scadenza 31/12/2029, per un canone annuo di € 180.000. Ospita il laboratorio di formulazione, il laboratorio di microbiologia e le attività di stabilità e compatibilità. La separazione fisica fra ricerca e produzione, nata per ragioni logistiche, si è rivelata coerente con le esigenze di controllo microbiologico: il laboratorio opera su ambienti dedicati, indipendenti dai flussi produttivi.

Che cosa fa la Società

La Società svolge attività di sviluppo, produzione e confezionamento in conto terzi di prodotti cosmetici destinati alla cura della pelle. Le famiglie di prodotto presidiate sono:

- **emulsioni** ad alta concentrazione di attivi (creme viso, creme corpo, trattamenti specifici), che rappresentano il cuore del know-how formulativo;
- **sieri** e concentrati anidri o idroalcolici, il segmento a maggior contenuto tecnico e a maggior marginalità;
- **trattamenti viso** in forma di maschere, gel e fluidi;
- **prodotti dermocosmetici** destinati al canale farmacia e parafarmacia, sviluppati con requisiti di tollerabilità e di documentazione più stringenti.

Il ciclo di servizio non si limita alla trasformazione. La Società interviene sul progetto del cliente in fase di sviluppo (formulazione o riformulazione, selezione degli attivi, prove di stabilità e compatibilità con il packaging), in fase di industrializzazione (scale-up dal laboratorio al lotto industriale, definizione del ciclo, qualifica dei fornitori di materie prime), in fase di produzione e confezionamento e, infine, sul fascicolo informativo del prodotto per la parte che le compete come fabbricante ai sensi del Regolamento (CE) n. 1223/2009.

Questa estensione del perimetro di servizio è la ragione economica della marginalità: il valore aggiunto per unità prodotta cresce quanto più il cliente delega attività a monte del riempimento. È anche la ragione della persistenza dei rapporti, poiché la sostituzione del fabbricante comporta, per il cliente, la ripetizione dell'intero percorso di sviluppo, stabilità e qualifica.

Marchi e proprietà intellettuale in sintesi

La Società opera esclusivamente in conto terzi: i prodotti escono dallo stabilimento con il marchio del cliente e la Società non possiede un portafoglio di marchi commerciali propri di rilievo. Il patrimonio immateriale è costituito dalle formulazioni, dai relativi dossier di sviluppo e stabilità, dalle procedure di produzione e controllo e dalle qualifiche presso i clienti. Il capitolo su ricerca, sviluppo e proprietà intellettuale espone come tale patrimonio sia protetto e a chi ne appartenga la titolarità, che è materia contrattuale e va letta contratto per contratto.

Il valore contabile delle immobilizzazioni immateriali nette è modesto e nel 2025 risulta interamente ammortizzato: la Società ha storicamente imputato a costo di esercizio la parte prevalente della spesa di sviluppo, secondo un criterio prudenziale coerente con l'OIC 24. Ne consegue che il patrimonio tecnologico della Società non è rappresentato nell'attivo di bilancio, circostanza che l'acquirente deve tenere presente nella lettura degli indicatori di redditività del capitale investito.

Il mercato del contract manufacturing cosmetico

Definizione del perimetro

Il contract manufacturing cosmetico è l'attività di produzione di prodotti cosmetici per conto di soggetti terzi che ne detengono il marchio e ne curano la commercializzazione. La filiera si articola in tre livelli: i fornitori di materie prime e attivi funzionali; i fabbricanti in conto terzi, distinti fra puri riempitori e operatori che integrano sviluppo e industrializzazione; i titolari di marchio, che possono essere gruppi multinazionali della cosmetica, marchi della profumeria selettiva, laboratori dermocosmetici, catene distributive con linee a marchio proprio e marchi nativi digitali.

La Società si posiziona nel secondo livello, nella fascia che integra sviluppo e produzione. È una collocazione strutturalmente diversa da quella del riempitore: il riempitore vende capacità e compete sul costo unitario, l'operatore integrato vende competenza formulativa e compete sulla capacità di risolvere un problema tecnico del cliente. Le due posizioni hanno marginalità, persistenza dei rapporti e profilo di rischio differenti.

I fattori strutturali della domanda

L'esternalizzazione della produzione è strutturale, non congiunturale. I titolari di marchio concentrano risorse su posizionamento, comunicazione e distribuzione — le attività in cui si forma il margine del prodotto cosmetico — e delegano la trasformazione. La ragione non è soltanto di costo: è la velocità con cui il portafoglio va rinnovato. Sostenere internamente la flessibilità industriale richiesta da referenze nuove, con volumi iniziali contenuti e incerti, comporterebbe un capitale investito difficilmente giustificabile.

La proliferazione delle referenze aumenta la complessità e riduce i lotti. Il vantaggio competitivo si sposta dal costo di produzione alla capacità di gestire cambi formato frequenti, di controllare la contaminazione crociata e di garantire la ripetibilità su lotti piccoli. È un terreno favorevole agli operatori con presidio microbiologico interno, sfavorevole ai riempitori dimensionati su lotti lunghi.

La domanda di attivi funzionali documentati cresce più del mercato. La comunicazione del prodotto si è spostata dalla promessa sensoriale alla dimostrazione dell'efficacia: ne consegue una domanda di formulazioni ad alta concentrazione, con problemi di stabilità e di tollerabilità che il fabbricante deve saper risolvere, e di documentazione a supporto. È precisamente l'area di specializzazione della Società.

La convergenza fra cosmetica e dermocosmesi allarga il mercato accessibile. I marchi dermocosmetici richiedono requisiti di documentazione, tracciabilità e controllo più vicini a quelli del farmaceutico che a quelli della cosmetica tradizionale: gli operatori in grado di soddisfare entrambi i registri accedono a due bacini di domanda con un'unica piattaforma industriale.

La sensibilità ambientale si traduce in requisiti di fornitura. Eliminazione di ingredienti sotto osservazione, riduzione del packaging, tracciabilità della filiera degli attivi e rendicontazione degli impatti sono divenuti requisiti contrattuali dei clienti di fascia alta prima che obblighi normativi. Chi disponga di un sistema ambientale certificato e di capacità di riformulazione interna li converte in argomento commerciale.

Il quadro regolatorio

Il prodotto cosmetico immesso sul mercato dell'Unione è disciplinato dal **Regolamento (CE) n. 1223/2009**, che individua nella «persona responsabile» il soggetto obbligato a garantire la conformità del prodotto e a mantenere il fascicolo informativo. Nel contract manufacturing la persona responsabile è di regola il titolare del marchio; il fabbricante è tenuto al rispetto delle **buone pratiche di fabbricazione**, il cui riferimento presuntivo di conformità è la norma **ISO 22716**, e alla produzione della documentazione tecnica di propria competenza, che alimenta il fascicolo informativo del cliente.

Ne derivano tre conseguenze economiche rilevanti per la lettura dell'operazione:

- la certificazione ISO 22716 non è un requisito formale ma la condizione di accesso al mercato dei clienti strutturati, che la richiedono in sede di qualifica del fornitore e la verificano con audit periodici;
- il fabbricante non sostiene il rischio regolatorio primario sul prodotto, che resta in capo alla persona responsabile, ma risponde della conformità del processo e della corrispondenza del prodotto alle specifiche pattuite;
- il costo del mantenimento della conformità è in parte fisso e cresce meno che proporzionalmente ai volumi: è una barriera all'entrata per gli operatori sottodimensionati e una leva di margine per quelli che raggiungono la scala.

A questo si aggiungono la disciplina della notifica dei prodotti al portale europeo, gli obblighi in materia di sostanze chimiche derivanti dal Regolamento (CE) n. 1907/2006, la disciplina degli imballaggi e, per il sito produttivo, la normativa ambientale e di sicurezza sul lavoro di cui al D.Lgs. 152/2006 e al D.Lgs. 81/2008.

La catena del valore e la posizione della Società

A monte, il mercato degli attivi funzionali è concentrato su un numero limitato di operatori specializzati; la Società lavora con fornitori qualificati, fra i quali Ceralpina Specialty Ingredients S.r.l. per gli attivi ad alta concentrazione, e mantiene per le materie prime critiche una politica di doppia qualifica ove tecnicamente possibile. Il packaging, fornito fra gli altri da Astorpack Imballaggi S.r.l., è in prevalenza definito dal cliente e in parte acquistato dalla Società su specifica.

A valle, il potere negoziale del cliente è elevato in termini assoluti ma temperato da tre elementi: il costo di riqualifica di un fabbricante alternativo, la sovrapposizione fra chi produce e chi ha sviluppato la formula, e il rischio di discontinuità di fornitura su referenze in commercio. Il capitolo sul portafoglio clienti quantifica la concentrazione e argomenta la persistenza dei rapporti.

Struttura competitiva e dinamiche di consolidamento

Il contract manufacturing cosmetico europeo è un settore frammentato, popolato da imprese familiari di dimensione media, con una minoranza di gruppi che hanno raggiunto scala multi-sito attraverso acquisizioni. La frammentazione ha ragioni storiche: il mestiere è nato a servizio di distretti locali, la relazione con il cliente è di prossimità tecnica e la crescita organica è limitata dalla capacità installata.

Il consolidamento in atto risponde a tre logiche: la **logica industriale**, che aggrega siti con specializzazioni complementari per offrire al cliente un unico interlocutore su più famiglie di prodotto; la **logica di scala sui costi di conformità e di acquisto**, di rilievo crescente al crescere dei requisiti documentali; la **logica successoria**,

poiché una parte significativa degli operatori italiani affronta il passaggio generazionale in assenza di eredi disponibili, esattamente come nel caso in esame.

Per un acquirente industriale la Società rappresenta una piattaforma con specializzazione verticale, certificazioni in essere e clientela di fascia alta, immediatamente integrabile in un perimetro multi-sito. Per un investitore finanziario rappresenta una base per una strategia di aggregazione in un settore frammentato, con un management già in grado di gestire l'operatività e un profilo di generazione di cassa che sostiene una struttura finanziaria.

Il posizionamento geografico

La Società opera dalla Lombardia, area che concentra una parte rilevante della filiera cosmetica italiana: fornitori di attivi e di packaging, competenze chimiche e microbiologiche, laboratori di analisi, sedi italiane dei marchi internazionali. La componente estera del fatturato, pari a circa il 42%, è realizzata prevalentemente verso marchi europei e non richiede presenza commerciale locale, poiché la relazione è tecnica e si svolge fra il laboratorio della Società e la direzione sviluppo del cliente.

Il modello di business e il posizionamento

Come si genera il ricavo

Il ricavo nasce dalla fornitura di prodotto finito o semilavorato su ordine del cliente, a un prezzo definito per unità o per lotto in sede di preventivazione e recepito nel contratto quadro o nel singolo ordine. Le componenti del prezzo sono la materia prima e il packaging acquistati dalla Società, il costo di trasformazione (occupazione della linea, personale, energia, controlli) e il margine industriale, che varia in funzione della complessità della formula, della dimensione del lotto e del contenuto di servizio a monte.

Il modello non prevede canoni ricorrenti né royalty. La ricorrenza del ricavo deriva dalla persistenza della referenza in commercio: una formula qualificata e a catalogo del cliente genera ordini ripetuti per l'intero ciclo di vita del prodotto, che nella cosmetica di trattamento si misura in anni. Ne consegue che la visibilità di fatturato a dodici mesi è elevata, mentre l'incremento anno su anno dipende dal successo commerciale delle referenze in essere e dall'acquisizione di nuovi sviluppi.

Le leve del margine

STRUTTURA DEL CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO A VALORE AGGIUNTO *migliaia di euro*

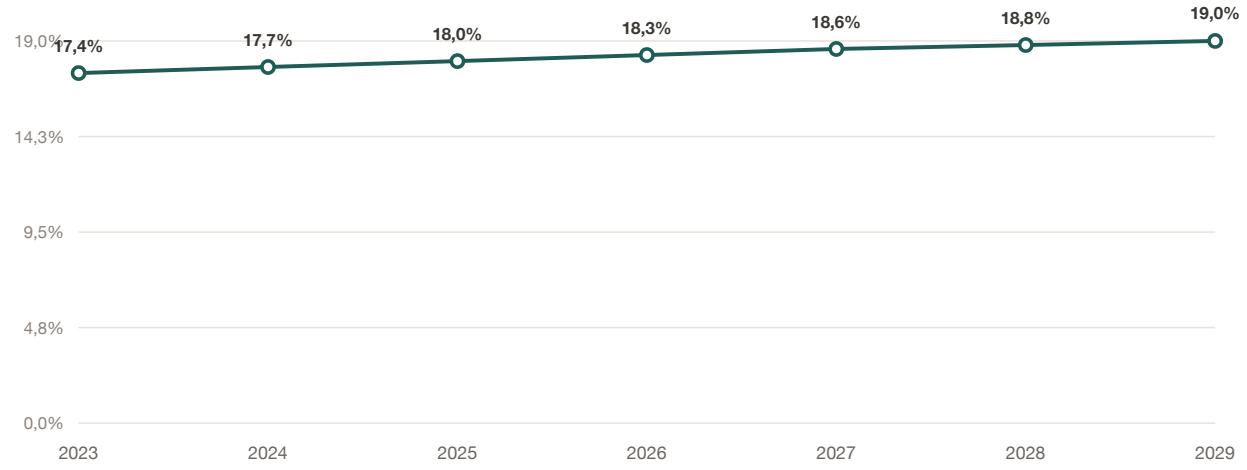
VOCE	2023	2024	2025
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	34.200	37.600	41.300
Altri ricavi e proventi	130	145	160
Valore della produzione	**34.330**	**37.745**	**41.460**
Consumi di materie prime e sussidiarie	12.996	14.288	15.735
Costi per servizi	7.250	7.896	8.590
Godimento di beni di terzi	770	827	888
Costo del personale	6.850	7.520	8.202
Oneri diversi di gestione	513	560	611
EBITDA	**5.951**	**6.654**	**7.433**

Riclassificazione a valore aggiunto secondo la prassi italiana. I consumi comprendono materie prime, sussidiarie e packaging al netto della variazione delle rimanenze.

L'incidenza dei consumi sul fatturato si è mantenuta stabile intorno a poco più di un terzo dei ricavi: nel 2025 i consumi ammontano a 15,7 mln di euro su ricavi di 41,3 mln di euro. La stabilità in una fase di tensione sui prezzi delle materie prime è il risultato di due comportamenti: la clausola di adeguamento del prezzo alla variazione dei costi delle materie prime inserita nei contratti quadro principali, e la scelta di lasciare al cliente l'acquisto del packaging primario di maggior valore, che riduce il fatturato ma non il margine assoluto.

Il costo del personale incide per 8,2 mln di euro, pari a poco meno di un quinto dei ricavi, e cresce meno dei volumi lungo il piano per effetto dell'aumento della produttività per addetto. I costi per servizi comprendono utenze, analisi di laboratorio esternalizzate, manutenzioni, trasporti e consulenze; il godimento di beni di terzi comprende il canone di locazione del sito di Lodi, pari a € 180.000 annui, e i canoni residui della dotazione strumentale in leasing.

EBITDA MARGIN, 2023-2029



Fonte: bilanci d'esercizio 2023-2025 e piano 2026-2029 del management.

La progressione dell'EBITDA margin dal 17,4% del 2023 al 18,0% del 2025 non deriva da un incremento dei prezzi di vendita ma dalla combinazione di tre effetti: l'arricchimento del mix verso sieri e formulazioni ad alta concentrazione, la riduzione dell'incidenza dei costi per servizi ottenuta internalizzando parte dei controlli microbiologici nel laboratorio di Lodi, e la diluizione dei costi fissi su volumi crescenti a capacità installata invariata.

Il posizionamento competitivo

La Società non compete sul prezzo del riempimento. Compete sulla capacità di prendere in carico un progetto di prodotto complesso e portarlo in produzione stabile. Gli elementi che sostengono questa posizione sono quattro.

La competenza formulativa interna. Il laboratorio di Lodi, diretto da Federica Consonni dal 01/09/2012, sviluppa formule proprie e riformula su specifica del cliente. La capacità di risolvere problemi di stabilità in presenza di attivi a concentrazione elevata è il patrimonio distintivo della Società ed è ciò che consente di essere coinvolti a monte, quando il cliente ha un'idea di prodotto e non ancora una formula.

Il presidio microbiologico. Il laboratorio di microbiologia interno consente di eseguire challenge test, controlli di carica e prove di conservazione senza dipendere da terzi. Questo riduce i tempi di sviluppo, abbatte il rischio di non conformità in produzione e costituisce un argomento decisivo in sede di audit di qualifica da parte dei clienti dermocosmetici.

L'affidabilità di consegna. La saturazione degli impianti intorno all'82% è stata mantenuta deliberatamente sotto il limite tecnico per preservare la capacità di assorbire riprogrammazioni e urgenze. Nel contract manufacturing la puntualità è un fattore competitivo di primo ordine: il cliente che manca il lancio commerciale di una referenza subisce un danno non recuperabile.

La continuità del rapporto tecnico. Le persone che seguono il cliente sono le stesse da anni. Nella cosmetica di trattamento, dove ogni formula ha una storia di aggiustamenti non interamente documentabile, la memoria tecnica del fornitore è un valore che il cliente perde interamente cambiando fabbricante.

Il modello commerciale e il perimetro dei servizi

L'acquisizione di nuovi clienti avviene per contatto diretto con le direzioni sviluppo dei marchi, per presenza alle manifestazioni di settore e per segnalazione dei fornitori di attivi, che indirizzano i propri clienti verso i fabbricanti in grado di lavorare le loro materie prime. Non esiste una rete di agenti: la vendita è tecnica ed è svolta dalla direzione commerciale in affiancamento al laboratorio.

Il **ciclo di acquisizione è lungo**: dal primo contatto alla prima fornitura industriale intercorrono di regola dai dodici ai ventiquattro mesi, tempo necessario allo sviluppo della formula, alle prove di stabilità, all'audit di qualifica e alla definizione del packaging. Questa lunghezza è il rovescio della persistenza: rende difficile crescere rapidamente per acquisizione di nuovi clienti, ma rende altrettanto difficile per un concorrente sottrarre un cliente acquisito.

Il piano 2026-2029 individua nell'ampliamento del perimetro dei servizi resi al cliente la principale leva di crescita del margine, prima ancora dei volumi: estensione della presa in carico dello sviluppo, dalla riformulazione su specifica alla proposta di piattaforme formulative pronte da personalizzare; internalizzazione di controlli analitici oggi esternalizzati, con effetto sui costi per servizi e sui tempi di rilascio dei lotti; ampliamento del confezionamento secondario e dell'allestimento promozionale, che consolidano la posizione di fornitore unico sulla referenza; servizi documentali di supporto al fascicolo informativo del cliente, apprezzati dai marchi che non dispongono di funzioni regolatorie strutturate.

Gli impianti e la capacità produttiva

Lo stabilimento di Crema



Pianta funzionale dello stabilimento di Crema: separazione dei flussi fra area attivi, preparazione, confezionamento e magazzini

Lo stabilimento è organizzato secondo un principio di separazione dei flussi che risponde ai requisiti della norma ISO 22716: le materie prime entrano da un lato, il prodotto finito esce dal lato opposto, e i percorsi del personale non incrociano quelli del prodotto esposto. La pesata degli attivi avviene in area dedicata a pressione controllata, con doppia verifica e registrazione informatica delle quantità prelevate; è il punto del processo in cui si concentra il rischio di errore con maggiore impatto economico, poiché un errore di pesata su un attivo costoso comporta la perdita dell'intero lotto.

I reparti di preparazione ospitano turboemulsori di diversa capacità, che consentono di lavorare sia lotti pilota di dimensione ridotta sia lotti industriali. La disponibilità di più taglie di reattore è la condizione tecnica per servire il mercato descritto nel capitolo precedente, in cui la dimensione media dei lotti si riduce e la varietà delle referenze aumenta: un impianto dimensionato su un'unica taglia grande costringerebbe a rifiutare gli sviluppi iniziali, che sono il canale attraverso cui si entra nel portafoglio di un cliente.

Il confezionamento comprende linee di riempimento per vasi, flaconi, tubi, airless e monodose, con le relative stazioni di etichettatura, astucciamento e allestimento. Il vincolo operativo prevalente non è la capacità nominale delle linee ma il tempo di cambio formato, che nel confezionamento cosmetico può assorbire una quota significativa del tempo disponibile.

Saturazione e capacità residua

La saturazione media della capacità produttiva è pari a circa l'**82%**, misurata sul tempo macchina disponibile a regime di turni corrente. Il dato va letto in due direzioni.

In termini di rischio, una saturazione dell'82% è un livello prudente: lascia il margine necessario ad assorbire riprogrammazioni, urgenze del cliente e fermi non pianificati senza compromettere le consegne. Nel contract manufacturing la capacità di riprogrammare è essa stessa un servizio venduto.

In termini di opportunità, la capacità residua consente di assorbire una parte rilevante della crescita di piano senza investimenti di ampliamento. Il capex previsto nel piano si mantiene su valori vicini a quelli storici: nel 2025 gli investimenti complessivi sono stati pari a 1.100 migliaia di euro, e il piano prevede 1.155 migliaia nel 2026, con un picco a 1.470 migliaia nel 2027 destinato al rinnovo di una linea di confezionamento e all'automazione dell'astucciamento. Nessuna delle iniziative di piano richiede ampliamenti immobiliari.

Il margine di crescita ulteriore, oltre l'orizzonte di piano, è conseguibile attraverso l'estensione dei turni sui reparti di preparazione e confezionamento, leva a basso assorbimento di capitale che il management ha esplicitamente tenuto fuori dal piano.

La supply chain

Gli acquisti si dividono in tre categorie con profili di rischio distinti.

Attivi funzionali e materie prime speciali. È la categoria a maggior valore unitario e minor sostituibilità. Il fornitore principale è Ceralpina Specialty Ingredients S.r.l., legata alla Società da un contratto di fornitura con decorrenza 01/01/2021 e scadenza 31/12/2026 per un valore annuo di € 3.200.000. La sostituzione di un attivo qualificato in una formula in commercio non è un'operazione di acquisto ma un progetto di riformulazione, che richiede prove di stabilità e, in molti casi, il consenso del cliente: la politica della Società è quindi di doppia qualifica ove tecnicamente possibile e di mantenimento di scorte di sicurezza sulle materie prime critiche.

Materie prime di base ed eccipienti. Categoria a elevata sostituibilità, acquistata su più fornitori con logica di prezzo e disponibilità.

Packaging. Fornito fra gli altri da Astorpack Imballaggi S.r.l. in forza di un contratto con decorrenza 01/01/2022 e scadenza 31/12/2025 per un valore annuo di € 2.100.000. Una quota rilevante del packaging primario di maggior pregio è acquistata direttamente dal cliente e conferita alla Società in conto lavorazione: questa prassi riduce il fatturato apparente e l'assorbimento di capitale circolante, e va tenuta presente nel confronto dei ricavi con quelli di operatori che acquistano l'intero packaging.

Il magazzino riflette questa struttura: al 31/12/2025 le rimanenze ammontano a 2.802 migliaia di euro, corrispondenti a una copertura di poco più di due mesi di consumi. La componente di magazzino attribuibile alle scorte di sicurezza sugli attivi critici è deliberata e non riducibile senza aumentare il rischio di fermo linea.

Manutenzione e stato del parco impianti

Il parco impianti è stato oggetto di investimenti costanti nel triennio consuntivo, con esborsi annui compresi fra 990 e 1.100 migliaia di euro. La politica di manutenzione è programmata, con fermi pianificati nei periodi di minor carico e

contratti di assistenza con i costruttori sulle macchine critiche.

Il fondo ammortamento è elevato in rapporto al costo storico: al 31/12/2025 le immobilizzazioni materiali lorde ammontano a 32,0 mln di euro contro un valore netto di 9,6 mln di euro. Il dato segnala maturità contabile e non obsolescenza tecnica: si tratta di un asset immobiliare e impiantistico che ha attraversato l'intero ciclo di ammortamento restando pienamente operativo. Il valore d'uso e il valore contabile netto dell'immobile di Crema divergono quindi in misura significativa, e la due diligence tecnica potrà quantificare lo scostamento.

Sistemi informativi e digitalizzazione dei processi

La Società gestisce ciclo passivo, ciclo attivo, produzione e magazzino su un sistema gestionale unico; la tracciabilità di lotto è garantita dalla registrazione delle pesate e degli abbinamenti fra lotto di materia prima e lotto di prodotto finito. Il laboratorio dispone di un archivio dei dossier di formulazione e delle prove di stabilità. La digitalizzazione non è tuttavia un punto di forza: la programmazione della produzione è in parte gestita fuori sistema e la reportistica industriale è prodotta con elaborazioni manuali. Il tema è segnalato fra i fattori di attenzione, come area di investimento richiesta e insieme leva di efficienza non sfruttata.

Ricerca, sviluppo e proprietà intellettuale

Il laboratorio di Lodi

Il laboratorio di Lodi è la sede delle attività di sviluppo formulativo, controllo microbiologico, prove di stabilità e compatibilità. È diretto da Federica Consonni, farmacista specializzata in chimica cosmetica, in azienda dal 01/09/2012.

L'attività si articola su quattro linee: **sviluppo su specifica del cliente**, dalla richiesta di prodotto — posizionamento, sensorialità attesa, attivi da veicolare, vincoli di costo — alla formula industrializzabile; **riformulazione**, per adeguare formule esistenti a nuovi vincoli normativi, alla sostituzione di ingredienti sotto osservazione o a esigenze di costo; **piattaforme formulative proprietarie**, basi sviluppate a iniziativa della Società e personalizzabili su richiesta, che riducono i tempi di sviluppo e costituiscono l'asset formulativo più prossimo a un prodotto proprio; **controllo e stabilità**, con prove accelerate e in tempo reale, challenge test e compatibilità fra formula e contenitore.

La spesa in ricerca e sviluppo e il suo trattamento contabile

La spesa in ricerca e sviluppo è imputata in prevalenza ai costi di esercizio, nelle voci del costo del personale del laboratorio e dei costi per servizi relativi ad analisi esternalizzate. La capitalizzazione è stata limitata a fattispecie circoscritte: al 31/12/2025 le immobilizzazioni immateriali nette risultano interamente ammortizzate, mentre gli investimenti in immobilizzazioni immateriali del piano si mantengono su importi contenuti.

Questa impostazione, prudenziale e coerente con i criteri restrittivi dell'OIC 24 in materia di capitalizzazione dei costi di sviluppo, ha due implicazioni per l'acquirente:

- l'EBITDA storico e prospettico **è già al netto dell'intera spesa di sviluppo**: non vi sono costi di ricerca sospesi nell'attivo destinati a gravare sui futuri esercizi sotto forma di ammortamento, né margine apparente prodotto da politiche di capitalizzazione;
- il patrimonio formulativo non è iscritto nell'attivo. Gli indicatori di redditività del capitale investito riflettono quindi un capitale investito privo della componente immateriale che genera una parte rilevante del margine, e vanno interpretati di conseguenza.

Il piano non incorpora nei ricavi ricorrenti alcun beneficio derivante da crediti d'imposta per ricerca e sviluppo o per investimenti in beni strumentali. L'eventuale posizione della Società su tali istituti agevolativi è documentata nella data room fiscale ed è oggetto di verifica in sede di due diligence: si tratta in ogni caso di componenti non ricorrenti, che non concorrono alla formazione dell'EBITDA rappresentato nel Documento.

La titolarità delle formule

La titolarità del patrimonio formulativo è materia contrattuale e non ammette generalizzazioni. Nei contratti quadro in essere si riscontrano tre configurazioni:

- **formula del cliente**: sviluppata dal cliente o da un terzo per suo conto e affidata alla Società per l'industrializzazione e la produzione. La Società non ha diritti sulla formula e ne è depositaria in regime di riservatezza.
- **formula sviluppata dalla Società per il cliente**: la titolarità è di norma attribuita al cliente, con vincolo di esclusiva per la durata del rapporto e, in alcuni casi, con clausole di non concorrenza sull'impiego della formula per marchi concorrenti.
- **piattaforma formulativa della Società personalizzata per il cliente**: la base resta di titolarità della Società, la personalizzazione è del cliente. È la configurazione più favorevole alla Società e quella che il piano intende estendere.

La ricostruzione contratto per contratto della titolarità delle formule è uno degli oggetti della due diligence legale ed è messa a disposizione nella data room in forma di prospetto riepilogativo. Si tratta di un punto di attenzione non minore: in un'operazione il cui valore risiede in misura significativa nel know-how formulativo, la ripartizione dei diritti fra Società e clienti incide sulla difendibilità del margine.

Protezione del know-how

La Società non ha depositato brevetti. La protezione del patrimonio tecnico si fonda sul **segreto industriale** ai sensi degli articoli 98 e 99 del Codice della proprietà industriale — presidiato attraverso la limitazione degli accessi ai dossier di formulazione, la segregazione informatica dell'archivio del laboratorio e la formalizzazione dei livelli di autorizzazione —, sugli **obblighi di riservatezza contrattuali** verso clienti e fornitori e sulle **clausole di riservatezza e di non concorrenza** nei rapporti di lavoro con il personale tecnico.

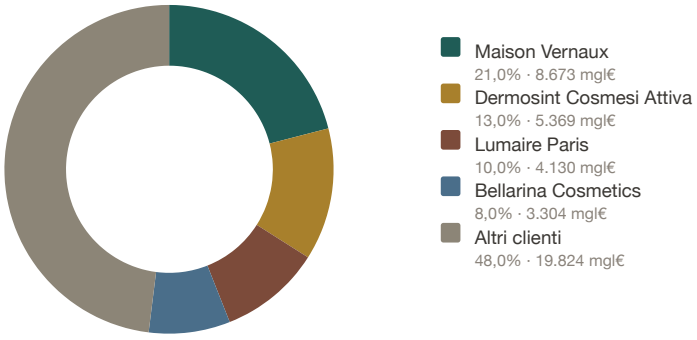
L'assenza di brevetti è coerente con la prassi del settore: la brevettazione di una formulazione ne impone la pubblicazione, con un beneficio di protezione spesso inferiore al costo informativo. La conseguenza, tuttavia, è che il patrimonio tecnico è protetto da presidi organizzativi e contrattuali e non da diritti di esclusiva opponibili ai terzi: la robustezza di tali presidi è oggetto di verifica in sede di due diligence. Si aggiunga che la capacità di risolvere problemi formulativi nuovi risiede nelle persone del laboratorio: la direzione ricerca e sviluppo è la posizione a maggiore criticità di sostituzione dell'intera struttura, come illustrato nel capitolo sull'organizzazione e richiamato fra i fattori di attenzione.

Il portafoglio clienti

La composizione del fatturato

Il portafoglio clienti della Società è composto da marchi della profumeria selettiva, della dermocosmesi e della cosmesi di trattamento, in prevalenza europei. La ripartizione del fatturato 2025 evidenzia un grado di concentrazione elevato, che il presente capitolo espone e argomenta senza attenuazioni: si tratta del principale elemento di attenzione dell'operazione ed è materia sulla quale ogni acquirente formulerà le proprie verifiche.

RIPARTIZIONE DEI RICAVI 2025 PER CLIENTE



Fonte: valore annuo dei contratti quadro in essere e analisi del fatturato per cliente 2023-2025 messa a disposizione nella data room. Nordkind Skin Sciences, quinto cliente per fatturato con una quota del 6,0%, è compreso nella voce «Altri clienti».

I primi cinque clienti rappresentano il **58% dei ricavi** dell'esercizio 2025; il primo cliente, da solo, il **21%**. Il fatturato complessivo dell'esercizio, pari a 41,3 mln di euro, si ripartisce quindi fra una testa di portafoglio molto pesante e una coda ampia di posizioni di dimensione contenuta.

I primi cinque clienti per fatturato — esercizio 2025

Cliente	Segmento	Quota dei ricavi 2025	Copertura contrattuale
Maison Vernaux	Profumeria selettiva	21%	Contratto quadro pluriennale, rinnovato il 01/09/2023, scadenza 31/12/2027
Dermosint Cosmesi Attiva S.r.l.	Dermocosmesi	13%	Contratto quadro, scadenza 31/12/2026
Lumaire Paris	Profumeria selettiva — export	10%	Contratto quadro, scadenza 31/05/2027
Bellarina Cosmetics S.p.A.	Cosmesi colorata e skincare	8%	Contratto quadro scaduto il 31/12/2025, in fase di rinnovo
Nordkind Skin Sciences	Skincare — export	6%	Nessun contratto quadro: fornitura regolata da ordini ricorrenti
Primi cinque clienti	—	58%	Quattro rapporti su cinque coperti da contratto quadro

Contratti quadro in essere con i clienti

Cliente	Oggetto della fornitura	Valore annuo (€)	Decorrenza	Scadenza
Maison Vernaux	Emulsioni e sieri ad alta concentrazione di attivi per linee di profumeria selettiva	8.673.000	01/01/2019	31/12/2027
Dermosint Cosmesi Attiva S.r.l.	Prodotti dermocosmetici a marchio del cliente	5.369.000	01/03/2020	31/12/2026
Lumaire Paris	Sieri e trattamenti viso per il mercato export	4.130.000	01/06/2021	31/05/2027
Bellarina Cosmetics S.p.A.	Prodotti di cosmesi colorata e skincare	3.304.000	01/01/2022	31/12/2025

Valori annui come da contratto quadro. Il contratto con Bellarina Cosmetics S.p.A. è giunto a naturale scadenza il 31/12/2025 e la fornitura prosegue in regime di ordini in attesa del perfezionamento del rinnovo.

Concentrazione della clientela — l'elemento di attenzione centrale dell'operazione

I primi cinque clienti rappresentano il 58% dei ricavi 2025 e il primo cliente il 21%. La perdita del cliente principale comporterebbe, a parità di ogni altra condizione, la sottrazione di un fatturato di € 8.673.000 annui e di un margine di contribuzione che, per la natura prevalentemente fissa dei costi di struttura, non sarebbe riassorbibile nel breve periodo. La Società e l'advisor non ritengono che tale concentrazione possa essere presentata come mitigata: è una caratteristica strutturale del modello di business, comune agli operatori del contract manufacturing che servono la profumeria selettiva, e va prezzata. Il capitolo che segue ne argomenta i fattori di attenuazione — anzianità dei rapporti, costi di riqualifica per il cliente, copertura contrattuale — e il capitolo sui fattori di attenzione ne dichiara i profili non attenuati, fra i quali la scadenza ravvicinata di due contratti quadro e l'assenza di copertura contrattuale sul quinto cliente.

Perché i rapporti sono persistenti

La concentrazione non equivale, di per sé, a fragilità. Occorre distinguere fra concentrazione su clienti che possono cambiare fornitore con un ordine e concentrazione su clienti per i quali il cambio di fornitore è un progetto industriale. La Società si trova nella seconda condizione, per quattro ragioni verificabili.

L'anzianità dei rapporti. I quattro clienti coperti da contratto quadro sono in portafoglio rispettivamente dal 2019, dal 2020, dal 2021 e dal 2022; nel caso del cliente principale il contratto è stato rinnovato il 01/09/2023, prima della naturale scadenza, con estensione al 31/12/2027. Un rapporto che si rinnova in anticipo è un rapporto in cui il cliente ha interesse a garantirsi la continuità della fornitura.

Il costo di riqualifica per il cliente. Sostituire il fabbricante di una referenza in commercio comporta per il cliente: il trasferimento della formula a un nuovo laboratorio e la sua riproduzione sugli impianti del nuovo fornitore; la ripetizione delle prove di stabilità e compatibilità, che nel caso delle prove in tempo reale richiedono mesi; l'audit di qualifica del nuovo sito; l'aggiornamento del fascicolo informativo del prodotto; il rischio di scostamento sensoriale del prodotto riformulato rispetto a quello che il consumatore conosce. Nella cosmetica di trattamento, dove il consumatore riacquista per fedeltà a una esperienza d'uso, quest'ultimo elemento è il più temuto dai clienti.

La sovrapposizione fra chi ha sviluppato la formula e chi la produce. Su una parte del portafoglio la formula è stata sviluppata dal laboratorio della Società. Il cliente che cambiasse fabbricante dovrebbe far riprodurre da un terzo una formula concepita altrove, con la conseguente perdita della memoria tecnica degli aggiustamenti accumulati nel tempo.

La struttura della relazione. L'interlocuzione avviene fra il laboratorio della Società e la direzione sviluppo del cliente, non fra funzioni acquisti. È una relazione tecnica, meno esposta alle politiche di rotazione dei fornitori che governano gli acquisti di commodity.

Che cosa resta non attenuato

Tre profili restano interamente a carico dell'acquirente e sono dichiarati come tali.

Il primo è la **scadenza ravvicinata di due contratti quadro**: quello con Dermosint Cosmesi Attiva S.r.l. scade il 31/12/2026, quello con Bellarina Cosmetics S.p.A. è già scaduto il 31/12/2025 e la fornitura prosegue in regime di

ordini in attesa del rinnovo. Complessivamente si tratta di rapporti che nel 2025 hanno rappresentato il 21% dei ricavi.

Il secondo è l'**assenza di copertura contrattuale sul quinto cliente**, Nordkind Skin Sciences, che rappresenta il 6% dei ricavi ed è servito su ordini ricorrenti.

Il terzo è la **struttura dei contratti quadro**, che regolano condizioni, prezzi e livelli di servizio ma non contengono, nella generalità dei casi, impegni di volume minimo garantito. Il valore annuo indicato in tabella riflette il fatturato atteso alle condizioni pattuite, non un obbligo di acquisto. La verifica clausola per clausola — durata, rinnovo tacito, recesso, penali, esclusiva, adeguamento prezzi, change of control — è oggetto della due diligence legale e i contratti sono integralmente disponibili nella data room.

La coda del portafoglio

La quota residua dei ricavi, pari al 42% dell'esercizio 2025 al netto dei primi cinque clienti, è realizzata su una pluralità di marchi di dimensione contenuta, in prevalenza italiani, con incidenze individuali non significative. Questa coda assorbe la capacità residua nei periodi di minor carico dei clienti principali, alimenta il flusso di nuovi sviluppi dal quale nascono i clienti di domani e sostiene una marginalità unitaria mediamente superiore, poiché i lotti minori scontano meno il prezzo.

La strategia di piano prevede di far crescere le posizioni con maggiore potenziale, portandole nella fascia intermedia del portafoglio, e di ridurre progressivamente quelle sotto la soglia di redditività, che assorbono tempo di laboratorio e cambi formato senza remunerarli. È l'unica leva realmente disponibile per ridurre la concentrazione nel medio periodo e il piano ne incorpora l'effetto solo in misura prudenziale.

Concentrazione dei fornitori

Sul lato passivo la concentrazione è presente ma meno critica. I due rapporti principali sono regolati da contratti pluriennali con Ceralpina Specialty Ingredients S.r.l. per gli attivi e con Astorpack Imballaggi S.r.l. per il packaging.

CONTRATTI DI FORNITURA STRATEGICI

FORNITORE	OGGETTO	VALORE ANNUO (€)	DECORRENZA	SCADENZA
Ceralpina Specialty Ingredients S.r.l.	Attivi cosmetici e materie prime ad alta concentrazione	3.200.000	01/01/2021	31/12/2026
Astorpack Imballaggi S.r.l.	Packaging primario e secondario per le linee di confezionamento	2.100.000	01/01/2022	31/12/2025
Immobiliare Adda S.r.l.	Locazione dell'immobile adibito a laboratorio di ricerca e microbiologia di Lodi	180.000	01/01/2014	31/12/2029

Immobiliare Adda S.r.l. è soggetto terzo rispetto alla Società e alla proprietà: il canone non costituisce operazione con parte correlata e non richiede normalizzazione dell'EBITDA.

La sostituibilità del fornitore di attivi è limitata dalla qualifica della materia prima nelle formule in commercio; quella del fornitore di packaging è elevata. Entrambi i contratti giungono a scadenza nell'orizzonte prossimo: la rinegoziazione è un elemento del piano di integrazione dell'acquirente.

Le certificazioni e la qualità

Il sistema certificato

CERTIFICAZIONI E SISTEMI DI GESTIONE

RIFERIMENTO	OGGETTO	SITO	DATA DI OTTENIMENTO	STATO
ISO 22716	Buone pratiche di fabbricazione cosmetica	Crema	20/05/2011	In vigore, mantenuta con audit periodici di rinnovo
ISO 14001	Sistema di gestione ambientale	Crema	14/09/2016	In vigore, mantenuta con audit periodici di rinnovo
ISO 45001	Sistema di gestione della salute e sicurezza sul lavoro	—	—	Non adottata alla data del Documento
ISO 9001	Sistema di gestione della qualità	—	—	Non adottata; i requisiti di sistema sono assorbiti dalla ISO 22716

I certificati, i rapporti di audit e i piani di azione conseguenti sono disponibili nella data room, cartella «Asset e proprietà intellettuale».

La **ISO 22716** è la certificazione che qualifica la Società come fabbricante cosmetico presso i clienti strutturati. Ottenuta nel 2011, è stata mantenuta senza interruzioni: rappresenta, insieme alle qualifiche specifiche dei singoli clienti, la condizione di accesso al mercato descritto nel capitolo sul mercato di riferimento. La sua presenza da oltre un decennio ha un valore che eccede il possesso del certificato: significa che l'organizzazione ha attraversato numerosi cicli di audit e ha consolidato le procedure, la documentazione di lotto e la tracciabilità.

La **ISO 14001**, ottenuta nel 2016, presidia il sistema di gestione ambientale del sito di Crema. Il suo rilievo commerciale è crescente: i marchi di fascia alta includono nei questionari di qualifica del fornitore requisiti ambientali e di rendicontazione, e la certificazione consente di rispondere senza attività dedicate.

L'assenza della **ISO 45001** è dichiarata. La Società rispetta gli obblighi di cui al D.Lgs. 81/2008 e dispone del documento di valutazione dei rischi e delle figure previste dalla normativa, ma non ha adottato un sistema di gestione certificato per la salute e sicurezza. È un'area di allineamento per un acquirente strutturato e ne va tenuto conto nel piano di integrazione.

Il presidio della qualità nel ciclo operativo

Il controllo qualità interviene in quattro punti del ciclo: in **ingresso**, con verifica documentale e analitica di materie prime e packaging e blocco delle partite non conformi; in **processo**, con controlli sui parametri fisico-chimici della bulk e verifica delle pesate; sul **prodotto finito**, con controlli fisico-chimici, microbiologici e di aspetto per lotto e rilascio formale prima della spedizione; in **conservazione**, con prove di stabilità sui campioni di riferimento.

Il presidio microbiologico interno è l'elemento distintivo: consente di eseguire in casa controlli di carica e challenge test, riducendo i tempi di rilascio e la dipendenza da laboratori terzi. Nella dermocosmesi, dove i requisiti documentali sono più stringenti, questa capacità è un requisito di ammissione al portafoglio fornitori del cliente.

Audit dei clienti e qualifica del sito

I clienti strutturati sottopongono lo stabilimento ad audit periodici, i più estesi dei quali sono quelli dei marchi dermocosmetici, che riguardano anche gestione documentale e tracciabilità. Gli esiti degli audit degli ultimi esercizi, con le eventuali azioni correttive, sono disponibili nella data room: costituiscono una verifica indipendente e ripetuta dello stato del sito, compiuta da soggetti con interesse contrario a quello del venditore.

Gestione delle non conformità e dei reclami

Il sistema qualità prevede la registrazione delle non conformità, l'analisi delle cause e la definizione delle azioni correttive, con estensione ai reclami del cliente. Il registro delle non conformità e dei reclami è a disposizione nella data room. Non risultano, alla data del Documento, contestazioni pendenti da parte di clienti in ordine alla conformità dei prodotti forniti, né richieste di risarcimento per difetti di prodotto.

Per un contract manufacturer il rischio di prodotto è il rischio industriale principale: un difetto microbiologico o di stabilità su un lotto immesso sul mercato può generare richiami, danni reputazionali per il marchio del cliente e richieste risarcitorie di importo non correlato al valore della fornitura. La Società è dotata di copertura assicurativa di responsabilità civile prodotto, i cui massimali e le cui esclusioni sono documentati nella data room e la cui adeguatezza rispetto ai volumi attuali è oggetto di verifica in sede di due diligence.

L'organizzazione e le persone

L'organico

L'organico della Società conta 168 dipendenti. Il costo del personale nell'esercizio 2025 è pari a 8,2 mln di euro, corrispondente a poco meno di un quinto dei ricavi; il trattamento di fine rapporto accantonato al 31/12/2025 ammonta a 2.275 migliaia di euro.

La distribuzione delle persone segue la struttura industriale: la maggior parte dell'organico è impiegata nei reparti di produzione e confezionamento dello stabilimento di Crema, una componente qualificata nel laboratorio di Lodi fra formulazione, microbiologia e controllo qualità, il resto nelle funzioni di supporto — programmazione, acquisti, logistica, amministrazione, commerciale.

Il contratto collettivo applicato è quello dell'industria chimica, farmaceutica e dei settori accorpati. La scelta è coerente con la natura dell'attività e comporta, rispetto ad altri contratti applicabili al confezionamento, un costo del lavoro superiore ma una struttura di inquadramenti adeguata alla presenza di personale tecnico e di laboratorio.

La struttura direzionale

FIGURE CHIAVE DELL'ORGANIZZAZIONE

NOME	RUOLO	IN AZIENDA DAL	PROFILO
Piergiorgio Dossena	Fondatore e Presidente del Consiglio di Amministrazione	12/03/1996	Fondatore e socio unico. Non ricopre ruoli operativi quotidiani. Disponibile a un periodo di affiancamento post-closing
Michele Orsenigo	Amministratore Delegato	10/01/2015	Manager esterno alla proprietà, inserito per professionalizzare la gestione operativa. Ha guidato il percorso commerciale che ha portato l'export a circa il 42% del fatturato
Federica Consonni	Direttore Ricerca e Sviluppo	01/09/2012	Farmacista specializzata in chimica cosmetica. Coordina formulazione e microbiologia a Lodi. Autrice del know-how su emulsioni e sieri ad alta concentrazione di attivi
Stefano Manenti	Chief Financial Officer	01/03/2017	Responsabile di amministrazione, finanza e controllo. Ha impostato la politica di indebitamento contenuto e di autofinanziamento della crescita
Roberto Zanibelli	Direttore di Stabilimento	15/04/2010	Responsabile di produzione e confezionamento a Crema. Presidia il mantenimento delle certificazioni ISO 22716 e ISO 14001 e la gestione dei cicli in conto terzi

La struttura presenta una caratteristica non frequente nelle imprese familiari italiane della stessa dimensione: **il fondatore non è l'operatore**. L'inserimento di un amministratore delegato esterno alla proprietà nel 2015 ha separato la proprietà dalla gestione con undici anni di anticipo rispetto all'operazione, e il passaggio di consegne operativo è già avvenuto. Questo riduce in misura sostanziale il rischio di discontinuità al closing, che nelle cessioni di imprese fondate e gestite dalla stessa persona costituisce il principale fattore di distruzione di valore post-acquisizione.

Le quattro funzioni chiave — direzione generale, ricerca e sviluppo, amministrazione e finanza, stabilimento — sono presidiate da figure con anzianità aziendale compresa fra nove e sedici anni. Nessuna delle quattro è un familiare del socio unico.

Dipendenza da persone chiave

Il rovescio della stabilità è la concentrazione della competenza. Due posizioni presentano criticità di sostituzione significative.

La **direzione ricerca e sviluppo** è la più critica. Il patrimonio formulativo è documentato nei dossier, ma la capacità di risolvere problemi nuovi di stabilità in presenza di attivi a concentrazione elevata risiede in un numero ridotto di persone e nella loro esperienza. La sostituzione richiederebbe tempi lunghi e comporterebbe, nel periodo di transizione, un rallentamento del flusso di nuovi sviluppi, che è il canale di alimentazione del portafoglio.

L'**amministratore delegato** presidia le relazioni con i clienti principali a livello di direzione. La relazione tecnica quotidiana passa dal laboratorio e dalla programmazione, il che riduce la dipendenza, ma la titolarità dei rapporti di vertice e la negoziazione dei contratti quadro sono in capo alla direzione generale.

Le misure di mitigazione praticabili — patti di stabilità, incentivazione legata a permanenza e risultati, riconoscimento economico al closing, clausole di non concorrenza — sono materia di negoziazione e sono richiamate nel capitolo sul perimetro dell'operazione: la disponibilità delle figure chiave a proseguire con la nuova proprietà è, in questa operazione, un elemento di valore non inferiore agli asset industriali.

Politiche retributive e incentivazione

La Società non ha in essere piani di incentivazione azionaria, stock option o strumenti partecipativi a favore del management o dei dipendenti. Il sistema di incentivazione è limitato a componenti variabili annuali riconosciute alla direzione. Non esistono impegni pluriennali di natura retributiva che seguano l'azienda dopo il closing, fatta salva la maturazione ordinaria del trattamento di fine rapporto. L'assenza di un piano strutturato è un elemento neutro sul piano dei costi e un'opportunità in sede di operazione: consente all'acquirente di disegnare da zero un pacchetto allineato alle proprie logiche, senza dover gestire diritti pregressi.

Relazioni industriali

Le relazioni sindacali si svolgono nel quadro del contratto collettivo applicato e non risultano, alla data del Documento, vertenze collettive pendenti, procedure di raffreddamento in corso, contenziosi individuali di lavoro o procedimenti disciplinari di rilievo.

Il turnover del personale tecnico e di laboratorio è contenuto, coerentemente con la lunga anzianità delle figure direzionali. Il reclutamento di formulatori con esperienza su attivi ad alta concentrazione richiede tuttavia tempi lunghi: è un vincolo alla crescita di cui il piano tiene conto nel dimensionamento dell'organico.

L'assetto proprietario e la governance

La compagine sociale

COMPAGINE SOCIALE ALLA DATA DEL DOCUMENTO

SOCIO	NATURA	QUOTA DEL CAPITALE	DIRITTI DI VOTO	CATEGORIA DI AZIONI
Piergiorgio Dossena	Persona fisica — fondatore	100,0%	100,0%	Azioni ordinarie
Totale	—	100,0%	100,0%	—

Capitale sociale pari a € 2.000.000, interamente sottoscritto e versato. Non esistono azioni di categoria speciale, azioni a voto plurimo o maggiorato, strumenti finanziari partecipativi, obbligazioni convertibili, warrant, diritti di opzione o altri titoli che attribuiscano diritti sul capitale.

La struttura proprietaria è **lineare e non intermediata**: il capitale è detenuto direttamente e integralmente da una persona fisica. Non esistono holding di controllo, sub-holding, società semplici di famiglia, trust, patti di famiglia o altri veicoli interposti fra il socio e la Società. Non esistono partecipazioni della Società in altre imprese di rilievo: le immobilizzazioni finanziarie iscritte al 31/12/2025 ammontano a € 30.000 e non includono partecipazioni di controllo o collegamento.

L'assenza di una catena di controllo articolata è, in un'operazione italiana, un vantaggio di eseguibilità che merita di essere esplicitato. Non vi sono minoranze da coordinare, non vi sono rami familiari con interessi divergenti, non vi sono holding con debito proprio da rifinanziare, non vi sono soci finanziari con orizzonti temporali diversi. La decisione di vendere è di una sola persona e non richiede la composizione di interessi ulteriori.

Patti parasociali

Non esistono patti parasociali. La circostanza è una conseguenza necessaria della struttura proprietaria: gli accordi di cui all'art. 2341-bis del codice civile — sindacati di voto, sindacati di blocco, patti che pongono limiti al trasferimento delle azioni — presuppongono una pluralità di soci e non sono configurabili in presenza di socio unico. Non essendo la Società quotata, non trovano applicazione gli obblighi di pubblicità di cui all'art. 122 del TUF.

Non risultano, inoltre, accordi di alcun genere fra il socio unico e terzi che abbiano per oggetto l'esercizio del voto in assemblea, il trasferimento delle azioni, diritti di prelazione, di gradimento, di co-vendita o di trascinamento. Non sono stati concessi diritti di opzione, pegni sulle azioni, usufrutti o altri diritti reali o di garanzia che possano incidere sulla libera trasferibilità della partecipazione.

Restano da verificare in sede di due diligence legale, come per ogni operazione italiana:

- le **clausole statutarie in materia di circolazione delle azioni** — prelazione, gradimento, limiti al trasferimento — la cui presenza, in una S.p.A. con socio unico, non produce effetti impeditivi ma può richiedere adempimenti formali;

- le **clausole di change of control** contenute nei contratti con clienti, fornitori e istituti finanziatori, che sono il presidio contrattuale attraverso il quale i terzi possono reagire al mutamento della proprietà. Il tema è trattato nel capitolo sul perimetro dell'operazione ed è, in questa operazione, il vero equivalente funzionale del patto parasociale.

Gli organi sociali

ORGANI SOCIALI

ORGANO	COMPONENTE	CARICA	IN CARICA DAL
Consiglio di Amministrazione	Piergiorgio Dossena	Presidente del Consiglio di Amministrazione	12/03/1996
Consiglio di Amministrazione	Michele Orsenigo	Amministratore Delegato	10/01/2015
Collegio Sindacale	Alberto Crippa	Presidente del Collegio Sindacale	30/04/2024
Collegio Sindacale	Chiara Pedrazzini	Sindaco effettivo	30/04/2024
Collegio Sindacale	Fabio Guerini	Sindaco effettivo	30/04/2024
Revisione legale	Contarim Revisione S.r.l.	Società incaricata della revisione legale dei conti	—

La Società adotta il sistema di amministrazione e controllo tradizionale di cui agli articoli 2380-bis e seguenti del codice civile. Non è adottato né il sistema dualistico né quello monistico.

Il **Consiglio di Amministrazione** è composto dal Presidente, che è anche il socio unico, e dall'Amministratore Delegato. La ripartizione delle deleghe riflette la separazione fra proprietà e gestione descritta nel capitolo precedente: la gestione operativa è delegata all'Amministratore Delegato, mentre le decisioni di indirizzo strategico e le operazioni straordinarie restano riservate al Consiglio. Non sono costituiti comitati endoconsiliari, circostanza fisiologica in un consiglio di due componenti e in assenza di soci di minoranza da tutelare.

Va segnalato che la composizione del Consiglio non prevede amministratori indipendenti. La funzione di presidio che in altre strutture è affidata agli indipendenti è qui svolta dal Collegio Sindacale e dal revisore legale esterno. Per un acquirente istituzionale la ricomposizione dell'organo amministrativo secondo i propri standard di governance è un adempimento post-closing ordinario.

Il **Collegio Sindacale** è composto da tre sindaci effettivi, tutti in carica dal 30/04/2024, nominati per il triennio in corso: la scadenza naturale del mandato è quindi l'assemblea di approvazione del bilancio dell'esercizio 2026. La presenza dell'organo, obbligatoria per la forma di S.p.A., ha esercitato nel tempo una funzione di disciplina sulla qualità dell'informativa contabile che va apprezzata nel confronto con i terzisti in forma di S.r.l. privi di organo di controllo. Non risultano rilievi, denunce ex art. 2408 del codice civile, o segnalazioni all'assemblea con contenuto critico negli esercizi coperti dal Documento.

La **revisione legale dei conti** è affidata a Contarim Revisione S.r.l., che ha rilasciato le relazioni sui bilanci degli esercizi 2023, 2024 e 2025. Le relazioni non contengono rilievi, richiami di informativa di natura sostanziale o

limitazioni al giudizio. Il fatto che la Società sia sottoposta a revisione legale — non essendovi tenuta in quanto tale, ma per effetto della forma societaria adottata — è un elemento di qualità dell'informazione finanziaria messa a disposizione nel processo.

Organismo di Vigilanza e Modello 231

La Società **non ha adottato** il modello di organizzazione, gestione e controllo di cui al D.Lgs. 231/2001 e, conseguentemente, non ha costituito l'Organismo di Vigilanza né adottato un Codice Etico formalizzato. La circostanza è dichiarata fra i fattori di attenzione ed è trattata nel capitolo sugli aspetti legali, fiscali e giuslavoristici.

Operazioni con parti correlate

Non risultano in essere operazioni con parti correlate di importo significativo. In particolare:

- l'immobile di Crema è di **proprietà della Società** e non è condotto in locazione da soggetti riferibili alla proprietà;
- l'immobile di Lodi è condotto in locazione da **Immobiliare Adda S.r.l.**, soggetto terzo rispetto alla Società e al socio unico, per un canone annuo di € 180.000: il rapporto non costituisce operazione con parte correlata e il canone non richiede normalizzazione ai fini della determinazione dell'EBITDA;
- non risultano finanziamenti soci, né attivi né passivi, né garanzie prestate dalla Società a favore del socio o di soggetti a esso riferibili;
- non risultano rapporti di fornitura o di prestazione di servizi fra la Società e soggetti riferibili al socio unico.

L'assenza di partite con la proprietà è un elemento di semplificazione rilevante: nelle imprese familiari italiane la normalizzazione dell'EBITDA per canoni immobiliari fuori mercato, compensi non congrui e servizi resi da società della famiglia è di regola la parte più laboriosa della due diligence finanziaria. In questo caso l'esercizio è circoscritto e il capitolo sull'andamento economico-finanziario ne dà conto.

Che cosa cambia al closing

Al closing la Società passa da un assetto a socio unico persona fisica a un assetto controllato dall'acquirente. Gli adempimenti conseguenti sono ordinari e non presentano profili di complessità: annotazione del trasferimento nel libro dei soci, comunicazione al Registro delle Imprese della variazione del socio unico ai sensi dell'art. 2362 del codice civile, eventuale rinnovo integrale degli organi sociali, revisione dello statuto secondo gli standard dell'acquirente, verifica delle clausole di change of control nei contratti in essere. Il tema sostanziale del passaggio non è formale ma organizzativo: il presidio delle funzioni chiave e la continuità del rapporto con i clienti principali nei mesi successivi all'annuncio.

Aspetti legali, fiscali e giuslavoristici

Il presente capitolo riporta la posizione della Società alla data del Documento sulla base delle informazioni e della documentazione messe a disposizione dalla Società e dai suoi consulenti. Le informazioni non sono state oggetto di verifica indipendente da parte dell'advisor e non sostituiscono la due diligence legale, fiscale e giuslavoristica dell'acquirente, per la quale la data room mette a disposizione la documentazione di supporto. L'assistenza legale della proprietà nel processo è affidata allo Studio Legale Adamoli Orso.

Inquadramento fiscale

La Società è soggetto passivo IRES con aliquota ordinaria del 24% e soggetto passivo IRAP con aliquota ordinaria del 3,9%, applicata alla base imponibile determinata secondo le regole proprie del tributo, che non coincide con l'imponibile IRES. Nell'esercizio 2025 il carico fiscale corrente ammonta a 1.085 migliaia di euro per IRES e 188 migliaia di euro per IRAP, a fronte di un risultato ante imposte di 4.521 migliaia di euro.

La Società **non aderisce al consolidato fiscale** né alla trasparenza fiscale, non essendovi società del gruppo: non esiste alcun gruppo societario. Non è stata esercitata l'opzione per il regime del **Patent Box** di cui alla disciplina della maggiorazione della deduzione dei costi di ricerca e sviluppo su beni immateriali. Non risultano in essere accordi preventivi con l'Amministrazione finanziaria né interpelli pendenti.

Non trova applicazione la disciplina dei **prezzi di trasferimento**: la Società non ha società controllate, controllanti o collegate, in Italia o all'estero, e le vendite verso clienti esteri sono operazioni con soggetti terzi indipendenti. Non è pertanto tenuta alla predisposizione della documentazione nazionale e del master file, né alla rendicontazione paese per paese.

Esercizi aperti ad accertamento e contenzioso tributario

Alla data del Documento risultano potenzialmente accertabili, secondo i termini ordinari di decadenza di cui all'art. 43 del D.P.R. 600/1973 e all'art. 57 del D.P.R. 633/1972, i periodi d'imposta **dal 2020 al 2025**.

Non risultano:

- verifiche o accessi in corso da parte dell'Agenzia delle Entrate o della Guardia di Finanza;
- processi verbali di constatazione notificati e non definiti;
- avvisi di accertamento notificati e non definiti;
- contenziosi pendenti presso le Corti di giustizia tributaria di primo o secondo grado, o presso la Corte di cassazione;
- adesioni a istituti deflattivi del contenzioso in corso di perfezionamento;
- iscrizioni a ruolo, cartelle di pagamento o piani di rateazione in essere con l'Agenzia delle Entrate — Riscossione.

Non sono stati costituiti fondi per rischi di natura tributaria ai sensi dell'OIC 31, coerentemente con l'assenza di contenzioso e di contestazioni. L'assenza di contenzioso non esaurisce il rischio fiscale, che resta connesso all'esercizio del potere di accertamento nei periodi aperti: il pacchetto di dichiarazioni e garanzie prospettato nel capitolo sul

perimetro dell'operazione prevede una copertura specifica di natura fiscale con durata correlata ai termini di decadenza.

Crediti d'imposta e agevolazioni

Il piano economico-finanziario **non incorpora fra le componenti ricorrenti alcun beneficio derivante da crediti d'imposta** per investimenti in beni strumentali, per attività di ricerca e sviluppo, per la formazione o per altre agevolazioni. L'eventuale posizione della Società su tali istituti negli esercizi consuntivi è documentata nella data room fiscale.

L'advisor richiama espressamente l'attenzione del destinatario sul punto: i crediti d'imposta e le agevolazioni sono componenti non ricorrenti, la cui spettanza dipende dal rispetto di requisiti documentali e sostanziali suscettibili di contestazione, e non devono essere considerati parte dell'EBITDA normalizzato né capitalizzati nel prezzo. La verifica della corretta maturazione, del rispetto degli obblighi di certificazione e di comunicazione e dell'eventuale rischio di recupero è oggetto della due diligence fiscale.

Posizione previdenziale e contributiva

La Società risulta in regola con gli obblighi contributivi. Il documento unico di regolarità contributiva è vigente e non risultano:

- pendenze o accertamenti in corso da parte di INPS o INAIL;
- verbali ispettivi notificati e non definiti;
- piani di rateazione di debiti contributivi in essere;
- contributi sospesi o differiti per effetto di provvedimenti emergenziali;
- omissioni contributive segnalate dal Collegio Sindacale o dal revisore legale.

Il trattamento di fine rapporto è accantonato in azienda per la parte non destinata a forme di previdenza complementare, con lo stock indicato nel capitolo sull'organizzazione. La quantificazione della quota destinata ai fondi negoziali e la verifica della corretta gestione delle destinazioni sono oggetto della due diligence giuslavoristica.

Conformità al D.Lgs. 231/2001

La Società **non ha adottato** il modello di organizzazione, gestione e controllo idoneo a prevenire i reati previsti dal D.Lgs. 231/2001, non ha costituito l'**Organismo di Vigilanza** e non ha formalizzato un **Codice Etico**. Non risultano procedimenti a carico dell'ente ai sensi del medesimo decreto, in corso o conclusi, né indagini che coinvolgano esponenti aziendali per fatti riferibili all'attività della Società.

L'advisor espone la circostanza fra i fattori di attenzione. La valutazione va condotta su due piani distinti:

- sul piano del **rischio storico**, l'assenza del modello non genera in sé responsabilità: l'adozione è facoltativa e la sua mancanza rileva soltanto in presenza di un reato presupposto commesso nell'interesse o a vantaggio dell'ente, che nel caso di specie non risulta. Le aree di rischio potenzialmente rilevanti per l'attività — sicurezza sul lavoro, reati ambientali, reati societari, reati tributari — sono presidiate dagli adempimenti di legge e, per due di esse, dai sistemi certificati ISO 22716 e ISO 14001;

- sul piano del **percorso di allineamento**, l'adozione del modello e la costituzione dell'Organismo di Vigilanza sono adempimenti che ogni acquirente istituzionale porrà fra le prime attività post-closing, con un costo di implementazione contenuto ma con tempi di mappatura dei processi non trascurabili. È materia di piano di integrazione, non di prezzo.

Privacy e trattamento dei dati

La Società tratta dati personali di dipendenti, collaboratori e contatti commerciali; non tratta dati di consumatori finali, non svolgendo attività di vendita diretta. Non ricorrono i presupposti di designazione obbligatoria del responsabile della protezione dei dati di cui all'art. 37 del Regolamento (UE) 2016/679. Il registro dei trattamenti è tenuto e le informative sono rese.

Non risultano provvedimenti, ispezioni o istruttorie del Garante per la protezione dei dati personali, né violazioni di dati personali notificate all'Autorità o comunicate agli interessati negli ultimi trentasei mesi. La documentazione a supporto è disponibile nella data room.

Ambiente

Lo stabilimento di Crema opera in forza delle autorizzazioni ambientali richieste dall'attività, relative alle emissioni in atmosfera, agli scarichi idrici e alla gestione dei rifiuti prodotti, ed è certificato **ISO 14001** dal 14/09/2016. Non risultano procedimenti amministrativi o penali in materia ambientale, ordinanze, prescrizioni non ottemperate o sanzioni.

Non risultano procedimenti di bonifica in corso né contaminazioni note dei suoli. L'advisor segnala, come elemento di verifica ordinaria e non come indicazione di criticità, che il sito è utilizzato a fini industriali dal 1996 e che le operazioni immobiliari su siti con storia industriale pluridecennale comportano usualmente, in sede di due diligence, l'esecuzione di un'indagine ambientale preliminare. Il tema è richiamato fra i fattori di attenzione in ragione della sua rilevanza nella determinazione del pacchetto di garanzie.

Sicurezza sul lavoro

La Società adempie agli obblighi di cui al D.Lgs. 81/2008: dispone del documento di valutazione dei rischi aggiornato, del responsabile del servizio di prevenzione e protezione, del medico competente e della struttura di primo soccorso e antincendio prevista. Non risultano infortuni con conseguenze gravi o mortali, procedimenti per violazione della normativa antinfortunistica, prescrizioni non ottemperate o sanzioni.

Come indicato nel capitolo sulle certificazioni, la Società non ha adottato un sistema di gestione certificato ISO 45001. La circostanza non incide sulla conformità normativa ma costituisce un'area di allineamento per acquirenti dotati di standard di gruppo.

Contenzioso civile e giuslavoristico

Alla data del Documento **non risultano contenziosi pendenti**, attivi o passivi, di natura civile, commerciale, giuslavoristica, amministrativa o penale, che coinvolgano la Società. Non risultano diffide, atti di messa in mora,

contestazioni formali da parte di clienti o fornitori, né richieste risarcitorie per difetti di prodotto.

Non sono stati costituiti fondi per rischi e oneri a fronte di contenzioso, coerentemente con l'assenza di posizioni pendenti. Il pacchetto di dichiarazioni e garanzie prospettato nel capitolo sul perimetro dell'operazione prevede in ogni caso una copertura di natura generale, la cui funzione è proprio quella di allocare al venditore il rischio di passività non emerse alla data del closing.

Immobili, garanzie e vincoli

L'immobile industriale e logistico di Crema è di proprietà della Società ed è gravato da **ipoteca di primo grado** a garanzia del mutuo erogato da Banca di Credito Selvanera. Il finanziamento chirografario erogato da Banca Sirente S.p.A. non è assistito da garanzie reali ma prevede un impegno di **negative pledge** sul patrimonio industriale, che limita la costituzione di nuove garanzie reali: la clausola va esaminata in sede di due diligence per verificarne l'impatto su un'eventuale struttura di finanziamento dell'acquisizione. La dotazione strumentale condotta in locazione finanziaria da Fidamica Leasing S.p.A. resta di proprietà del concedente fino al riscatto finale.

L'immobile di Lodi è condotto in locazione da Immobiliare Adda S.r.l. con scadenza 31/12/2029. La verifica dell'esistenza di clausole che subordinino la prosecuzione del rapporto al mutamento della proprietà della conduttrice, e l'eventuale acquisizione del consenso del locatore, sono adempimenti da governare nel percorso verso il closing: il sito ospita il laboratorio e non è sostituibile nel breve periodo.

Golden power

L'operazione, per come è prospettata, non è soggetta agli obblighi di notifica previsti dal D.L. 21/2012 in materia di poteri speciali dello Stato. Il razionale della conclusione è il seguente:

- l'attività della Società, classificata al codice ATECO 20.42.00 — Fabbricazione di profumi e cosmetici —, consiste nella fabbricazione in conto terzi di prodotti cosmetici destinati alla cura della pelle. I prodotti cosmetici non sono medicinali né dispositivi medici e non rientrano nel perimetro delle attività di rilevanza strategica per il sistema sanitario nazionale come individuate dalla normativa vigente e dai relativi decreti attuativi;
- la Società non opera nei settori della difesa e della sicurezza nazionale, dell'energia, dei trasporti, delle comunicazioni, delle infrastrutture critiche, delle tecnologie a duplice uso, dei semiconduttori, dell'intelligenza artificiale, delle tecnologie quantistiche o dell'agroalimentare strategico;
- la Società non è titolare di autorizzazioni, concessioni o licenze rilasciate dallo Stato in settori riservati, non detiene infrastrutture qualificabili come critiche e non è parte di contratti con amministrazioni della difesa o della sicurezza;
- la Società non detiene brevetti né tecnologie qualificabili come critiche o emergenti secondo gli elenchi normativi di riferimento.

L'advisor segnala tuttavia due elementi di prudenza operativa che raccomanda di considerare nella pianificazione dei tempi:

- il perimetro dei settori strategici è definito da fonti secondarie soggette a periodico aggiornamento e la prassi applicativa ha mostrato negli anni un'estensione progressiva, in particolare per gli investimenti provenienti da soggetti extra-Unione europea. Un acquirente extra-UE potrà valutare, con i propri consulenti, l'opportunità di

una **notifica in via cautelativa**, il cui costo procedimentale è contenuto e il cui beneficio è la certezza dell'operazione;

- ove si ritenesse di procedere alla notifica, i termini istruttori previsti dalla disciplina — con la possibilità di sospensioni per richieste istruttorie — vanno incorporati nel calendario fra signing e closing.

Concentrazioni e AGCM

L'operazione consiste nell'acquisizione del controllo esclusivo della Società e costituisce pertanto una concentrazione ai sensi dell'art. 5 della L. 287/1990. L'obbligo di comunicazione preventiva all'Autorità garante della concorrenza e del mercato sorge soltanto ove siano **cumulativamente superate** entrambe le soglie di fatturato di cui all'art. 16 della medesima legge, aggiornate annualmente dall'Autorità.

La verifica va condotta dall'acquirente sui propri dati, poiché la prima soglia riguarda il fatturato realizzato in Italia dall'insieme delle imprese interessate. Con riferimento alla Società, si segnala che il fatturato realizzato in Italia è inferiore ai ricavi complessivi di 41,3 mln di euro, essendo circa il 42% dei ricavi realizzato all'estero. Non si ravvisano, in ogni caso, profili di sovrapposizione competitiva tali da far prevedere un'istruttoria di merito: il settore è frammentato e la quota della Società sul mercato di riferimento è contenuta.

Ove l'operazione integrasse invece le soglie di dimensione comunitaria di cui al Regolamento (CE) n. 139/2004, la competenza spetterebbe alla Commissione europea con applicazione del principio dello sportello unico. Non si ravvisano, alla data del Documento, presupposti per l'applicazione della disciplina sulle sovvenzioni estere distorsive.

Autorizzazioni settoriali e obblighi verso i lavoratori

Non trovano applicazione autorizzazioni preventive di autorità di settore: la Società non opera in ambiti soggetti a vigilanza della Banca d'Italia, dell'IVASS, della COVIP o di altre autorità di settore.

Con riferimento agli obblighi di informazione e consultazione sindacale, si segnala che la disciplina di cui all'art. 47 della L. 428/1990 riguarda il trasferimento d'azienda o di ramo d'azienda e non si applica alla cessione della partecipazione totalitaria, che non comporta mutamento del datore di lavoro. Resta ferma l'opportunità, sul piano delle relazioni industriali, di una comunicazione tempestiva alle rappresentanze dei lavoratori successivamente al signing, da concordare fra le parti.

L'andamento economico-finanziario 2023-2025

Base informativa e criteri

I prospetti che seguono derivano dai bilanci d'esercizio chiusi al 31/12/2023, 31/12/2024 e 31/12/2025, redatti secondo gli schemi di cui agli articoli 2424 e 2425 del codice civile e i principi contabili nazionali emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità, e sottoposti a revisione legale da Contarim Revisione S.r.l. La Società **non applica gli IFRS**: in particolare non applica l'IFRS 16, e i canoni di locazione operativa restano iscritti fra i costi per godimento di beni di terzi anziché generare un diritto d'uso all'attivo e una passività finanziaria.

Il riflesso pratico per il destinatario è duplice. In sede di confronto con operatori che redigono il bilancio secondo gli IFRS, l'EBITDA della Società risulta **sottostimato** dell'importo dei canoni di locazione operativa — di cui il principale è il canone del sito di Lodi, pari a € 180.000 annui — e la posizione finanziaria netta risulta **sottostimata** del valore attuale dei canoni residui. In sede di determinazione di un multiplo, occorre quindi verificare l'omogeneità del trattamento fra target e termini di confronto. Si segnala che la dotazione strumentale condotta in locazione finanziaria da Fidamica Leasing S.p.A. è invece già ricompresa nei debiti finanziari e concorre alla posizione finanziaria netta.

La riclassificazione adottata è quella **a valore aggiunto**, prevalente nella prassi italiana per le società non quotate, che consente di leggere separatamente il contributo dei consumi esterni, dei servizi e del costo del lavoro alla formazione del margine operativo lordo.

Conto economico riclassificato

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO — ESERCIZI 2023-2025 *migliaia di euro*

VOCE	2023	2024	2025
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	34.200	37.600	41.300
Altri ricavi e proventi	130	145	160
Valore della produzione	**34.330**	**37.745**	**41.460**
Consumi di materie prime e sussidiarie	12.996	14.288	15.735
Costi per servizi	7.250	7.896	8.590
Godimento di beni di terzi	770	827	888
Costo del personale	6.850	7.520	8.202
Oneri diversi di gestione	513	560	611
EBITDA	**5.951**	**6.654**	**7.433**
Ammortamenti	2.682	2.721	2.608
Svalutazioni	0	0	0
EBIT	**3.268**	**3.932**	**4.825**
Proventi finanziari	8	10	12
Oneri finanziari	375	346	316
Risultato ante imposte	**2.902**	**3.596**	**4.521**
IRES	696	863	1.085
IRAP	127	153	188
Utile (perdita) d'esercizio	**2.078**	**2.580**	**3.248**

Bilanci d'esercizio revisionati. Riclassificazione a valore aggiunto secondo la prassi italiana.

I ricavi crescono da 34,2 mln a 41,3 mln di euro nel triennio. La crescita è organica: non vi sono state acquisizioni, conferimenti, fusioni o variazioni di perimetro. Non si registrano componenti di ricavo straordinarie o non ricorrenti; gli altri ricavi e proventi, pari nel 2025 a 160 migliaia di euro, sono costituiti da recuperi e riaddebiti di natura ordinaria.

I consumi — materie prime, sussidiarie e packaging al netto della variazione delle rimanenze — mantengono un'incidenza sostanzialmente stabile, come illustrato nel capitolo sul modello di business. Il dato è significativo: in un triennio caratterizzato da tensione sui prezzi degli attivi cosmetici, la stabilità dell'incidenza dimostra il funzionamento dei meccanismi di adeguamento del prezzo di vendita previsti nei contratti quadro principali.

I costi per servizi passano da 7.250 a 8.590 migliaia di euro, con incidenza sui ricavi in progressiva riduzione. Il fenomeno è il risultato dell'internalizzazione di una parte dei controlli analitici e microbiologici nel laboratorio di Lodi, che sposta costo dai servizi al personale con effetto netto positivo sul margine.

Il costo del personale cresce da 6.850 a 8.202 migliaia di euro, in misura inferiore alla crescita del valore della produzione: la produttività per addetto aumenta, coerentemente con l'assorbimento di volumi crescenti a capacità installata invariata.

L'EBITDA passa da 6,0 mln a 7,4 mln di euro, con margine dal 17,4% al 18,0%.

Gli ammortamenti si mantengono su valori elevati e sostanzialmente stabili, riflettendo la maturità del parco impianti: nel 2025 ammontano a 2.608 migliaia di euro. Non sono state effettuate svalutazioni di immobilizzazioni in nessuno degli esercizi considerati.

Gli oneri finanziari si riducono da 375 a 316 migliaia di euro per effetto dell'ammortamento dei finanziamenti in essere in assenza di nuove accensioni. A fronte di un EBITDA di 7.433 migliaia di euro, la copertura degli oneri finanziari non costituisce un vincolo alla gestione.

L'utile netto passa da 2,1 mln a 3,2 mln di euro. Il carico fiscale corrente del 2025, pari a 1.085 migliaia di euro di IRES e 188 migliaia di euro di IRAP, riflette l'applicazione delle aliquote ordinarie in assenza di regimi agevolati.

Normalizzazione dell'EBITDA

L'esercizio di normalizzazione, condotto dal management con l'assistenza dell'advisor, **non ha individuato componenti non ricorrenti di importo significativo** negli esercizi 2023, 2024 e 2025. In particolare:

- non risultano proventi o oneri di natura straordinaria, plusvalenze o minusvalenze da cessione di immobilizzazioni, sopravvenienze attive o passive di rilievo;
- non risultano svalutazioni di crediti o di magazzino, né utilizzi di fondi rischi, non essendo stati costituiti fondi;
- non risultano costi di natura non ricorrente connessi a contenziosi, ristrutturazioni organizzative, chiusure di reparto o dismissioni;
- non risultano **operazioni con parti correlate** da normalizzare: come illustrato nel capitolo sulla governance, l'immobile produttivo è di proprietà della Società, l'immobile di Lodi è condotto in locazione da soggetto terzo a condizioni di mercato e non esistono rapporti di fornitura o di servizio con soggetti riferibili al socio unico;
- i **compensi degli organi sociali** riflettono l'attività effettivamente prestata; il Presidente e socio unico non ricopre ruoli operativi quotidiani e il suo compenso non presenta profili di incongruità tali da richiedere rettifica.

Ne consegue che, alla data del Documento, **l'EBITDA riportato coincide con l'EBITDA normalizzato**. L'advisor segnala che l'affermazione va confermata in sede di due diligence finanziaria, alla quale competono per prassi tre verifiche ulteriori: la ricostruzione del margine per cliente e per famiglia di prodotto, la verifica della politica di valorizzazione delle rimanenze e del suo effetto sul risultato di periodo, e la quantificazione dei costi di struttura che l'acquirente dovrà sostenere in aggiunta o in sostituzione di quelli attuali, fra i quali i costi di conformità di gruppo, il compenso di un amministratore delegato con deleghe piene e gli oneri connessi all'adozione del Modello 231.

Stato patrimoniale

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO — ATTIVO, ESERCIZI 2023-2025

migliaia di euro

VOCE	2023	2024	2025
Immobilizzazioni materiali nette	12.536	11.061	9.553
Immobilizzazioni immateriali nette	202	0	0
Immobilizzazioni finanziarie	30	30	30
Rimanenze	2.172	2.466	2.802
Crediti verso clienti	9.031	10.180	11.458
Altri crediti	513	564	620
Disponibilità liquide	267	2.736	5.565
Totale attivo	**24.750**	**27.037**	**30.027**

STATO PATRIMONIALE RICLASSIFICATO — PASSIVO E PATRIMONIO NETTO, ESERCIZI 2023-2025

migliaia di euro

VOCE	2023	2024	2025
Capitale sociale	2.000	2.000	2.000
Riserve	1.600	3.228	5.308
Utile (perdita) d'esercizio	2.078	2.580	3.248
Patrimonio netto	**5.678**	**7.808**	**10.555**
Trattamento di fine rapporto	1.383	1.808	2.275
Debiti finanziari oltre 12 mesi	10.767	9.816	8.835
Debiti finanziari entro 12 mesi	920	950	981
Debiti verso fornitori	4.805	5.339	5.935
Altri debiti	1.197	1.316	1.446
Totale passivo	**24.750**	**27.037**	**30.027**

L'attivo è composto per la parte prevalente da immobilizzazioni materiali nette, capitale circolante commerciale e disponibilità liquide. Le **immobilizzazioni materiali nette** si riducono da 12,5 mln a 9,6 mln di euro, poiché gli ammortamenti eccedono gli investimenti del periodo. Come illustrato nel capitolo sugli impianti, la contrapposizione fra un costo storico di 32,0 mln di euro e un valore netto di 9,6 mln di euro segnala maturità contabile e non obsolescenza tecnica: l'immobile di Crema, in particolare, ha un valore d'uso non rappresentato dal valore contabile residuo.

Le **immobilizzazioni immateriali** risultano interamente ammortizzate al 31/12/2025, coerentemente con la politica di imputazione a costo della spesa di sviluppo descritta nel capitolo sulla ricerca. Le **immobilizzazioni finanziarie**, pari a € 30.000, sono costituite da depositi cauzionali e non comprendono partecipazioni.

Le **disponibilità liquide** crescono da 267 a 5.565 migliaia di euro: è l'effetto congiunto della generazione di cassa operativa, di una politica di distribuzione degli utili contenuta nel triennio consuntivo e dell'assenza di investimenti di ampliamento.

Il **patrimonio netto** cresce da 5,7 mln a 10,6 mln di euro per effetto degli utili non distribuiti; l'indice di indipendenza finanziaria migliora dal 22,9% al 35,2%. Il **trattamento di fine rapporto** cresce da 1.383 a 2.275 migliaia di euro.

Il capitale circolante

COMPONENTI DEL CAPITALE CIRCOLANTE COMMERCIALE

migliaia di euro

VOCE	2023	2024	2025	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Rimanenze	2.172	2.466	2.802	3.100	3.452	3.755	4.040
Crediti verso clienti	9.031	10.180	11.458	12.334	13.131	13.905	14.523
Altri crediti	513	564	620	675	728	780	825
Debiti verso fornitori	4.805	5.339	5.935	6.534	7.137	7.741	8.295
Altri debiti	1.197	1.316	1.446	1.575	1.698	1.820	1.925

Esercizi 2026-2029 di piano. Il capitale circolante commerciale è determinato come somma di rimanenze, crediti verso clienti e altri crediti, al netto dei debiti verso fornitori e degli altri debiti operativi.

I giorni medi di incasso si collocano a 83 nel 2025, in progressione dai 79 del 2023; i giorni medi di pagamento a 73 dai 71. Lo scarto fra i due termini è la ragione strutturale dell'assorbimento di capitale circolante che accompagna la crescita: nel 2025 la variazione del circolante ha assorbito −€ 943.129.

I termini di incasso riflettono la struttura della clientela: i marchi strutturati impongono condizioni di pagamento estese, che il fornitore accetta come parte del prezzo dell'accesso al portafoglio. Non risultano crediti scaduti di rilievo né posizioni in contenzioso; non è stato costituito un fondo svalutazione crediti, coerentemente con l'assenza di posizioni deteriorate. Sul lato passivo non risultano posizioni scadute verso fornitori né verso l'erario.

Le rimanenze crescono da 2.172 a 2.802 migliaia di euro, con una copertura di poco superiore ai due mesi di consumi: la componente attribuibile alle scorte di sicurezza sugli attivi critici è deliberata, come illustrato nel capitolo sugli impianti, e non è comprimibile senza aumentare il rischio di fermo linea.

Indicatori

INDICATORI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI — ESERCIZI 2023-2025

VOCE	2023	2024	2025
EBITDA margin	17,4%	17,7%	18,0%
ROS	9,6%	10,5%	11,7%
ROE	36,6%	33,0%	30,8%
ROI	13,2%	14,5%	16,1%
Posizione finanziaria netta	**11.420**	**8.031**	**4.251**
PFN / EBITDA	**1,92**	**1,21**	**0,57**
Indice di indipendenza finanziaria	22,9%	28,9%	35,2%
Current ratio	1,73	2,10	2,44
DSCR	3,27	2,96	3,25

La posizione finanziaria netta è espressa in migliaia di euro; gli altri indicatori sono espressi in percentuale o in multipli. Definizioni nel riquadro che segue.

Il quadro degli indicatori descrive un'impresa che migliora contemporaneamente redditività e struttura. Il **ROS** passa dal 9,6% al 11,7%, il **ROI** dal 13,2% al 16,1%. Il **ROE**, pari al 30,8% nel 2025, si riduce rispetto al 36,6% del 2023 pur in presenza di un utile crescente: è l'effetto meccanico della patrimonializzazione, poiché il denominatore cresce più rapidamente del numeratore. Il **current ratio** migliora da 1,73 a 2,44.

Il dato più rilevante è la **riduzione dell'indebitamento netto**: la posizione finanziaria netta scende da 11,4 mln a 4,3 mln di euro e il rapporto con l'EBITDA da 1,92 a 0,57 volte. La Società ha quindi finanziato integralmente la propria crescita con la cassa generata, riducendo al tempo stesso il debito. Per un acquirente questo significa che la struttura patrimoniale non impone interventi di riequilibrio e che la capacità di indebitamento residua è ampia.

> ***Definizione della posizione finanziaria netta***
>
> *La posizione finanziaria netta è determinata come somma algebrica dei debiti finanziari a medio e lungo termine, dei debiti finanziari a breve termine e dell'utilizzo di linee autoliquidanti, al netto delle disponibilità liquide. Al 31/12/2025 le componenti sono: debiti finanziari oltre dodici mesi per 8.835 migliaia di euro; debiti finanziari entro dodici mesi per 981 migliaia di euro; disponibilità liquide per 5.565 migliaia di euro. La posizione finanziaria netta risultante è pari a 4.251 migliaia di euro. I debiti finanziari comprendono il debito residuo per locazione finanziaria verso Fidamica Leasing S.p.A. Non comprendono il trattamento di fine rapporto, che è esposto separatamente fra le passività; un acquirente che adotti una nozione di posizione finanziaria netta allargata dovrà includervi lo stock di trattamento di fine rapporto, indicato nel prospetto patrimoniale, e i canoni residui delle locazioni operative. La definizione da adottare ai fini della determinazione del prezzo è materia di negoziazione e sarà fissata nella documentazione contrattuale.*

Il rendiconto finanziario

RENDICONTO FINANZIARIO — FLUSSI PER AREA GESTIONALE, ESERCIZI 2023-2029 *migliaia di euro*

VOCE	2023	2024	2025	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Flusso della gestione operativa	**5.143**	**4.885**	**5.380**	**6.500**	**7.186**	**7.887**	**8.569**
Flusso della gestione di investimento	-990	-1.045	-1.100	-1.155	-1.470	-1.200	-1.250
Flusso della gestione finanziaria	-1.291	-1.370	-1.450	-4.981	-5.415	-6.241	-7.689

Esercizi 2023-2025 consuntivi, 2026-2029 di piano. Il flusso della gestione finanziaria comprende i rimborsi dei finanziamenti in essere e la distribuzione di dividendi.

Nel triennio consuntivo il flusso della gestione operativa si mantiene su valori compresi fra 5,1 mln e 5,4 mln di euro. La differenza fra EBITDA e flusso operativo è spiegata dall'assorbimento di capitale circolante, dal carico fiscale e dagli oneri finanziari: la conversione dell'EBITDA in cassa è elevata e stabile, condizione che deriva dall'assenza di lavori in corso, di anticipi a fornitori di rilievo e di contenzioso.

Il flusso della gestione di investimento riflette un capex prevalentemente manutentivo e tecnologico, compreso fra 990 e 1.100 migliaia di euro annui. Il flusso della gestione finanziaria è costituito dai rimborsi dei finanziamenti in essere, quantificati nel capitolo sulla struttura finanziaria, e dalla distribuzione di dividendi, contenuta nel triennio consuntivo e significativamente più elevata negli esercizi di piano, come illustrato nel medesimo capitolo.

La situazione infrannuale

La situazione contabile al 30/06/2026, non sottoposta a revisione, è disponibile nella data room. Essa non è oggetto di rappresentazione nel presente Documento in quanto redatta con criteri gestionali e non comparabile con i bilanci d'esercizio quanto a competenza di alcune poste, in particolare ammortamenti, imposte e valorizzazione delle rimanenze. La verifica dell'andamento infrannuale rispetto al budget e la sua riconduzione a criteri di bilancio sono parte della due diligence finanziaria.

Il piano 2026-2029

Natura e responsabilità del piano

Il piano economico-finanziario 2026-2029 è stato predisposto dal management della Società, sotto la responsabilità dell'Amministratore Delegato e del Chief Financial Officer. Non è stato oggetto di asseverazione, attestazione o revisione da parte di terzi indipendenti. L'advisor lo riporta nella forma in cui è stato ricevuto, con l'esplicitazione delle assunzioni, affinché il destinatario possa sostituirvi le proprie: il piano è uno strumento di rappresentazione dell'intenzione del management, non una previsione garantita.

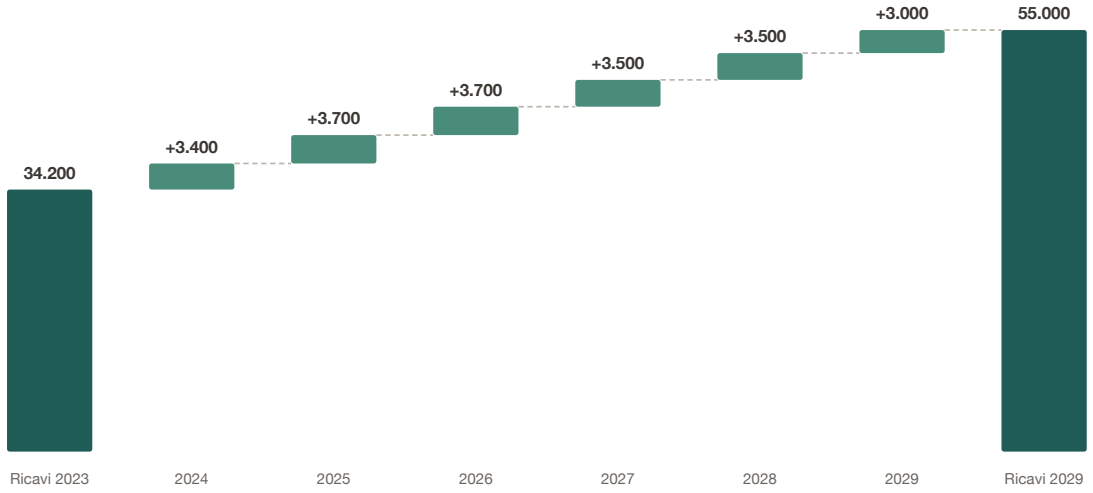
Il conto economico di piano

CONTO ECONOMICO RICLASSIFICATO — PIANO 2026-2029 *migliaia di euro*

VOCE	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	45.000	48.500	52.000	55.000
Altri ricavi e proventi	170	180	190	200
Valore della produzione	**45.170**	**48.680**	**52.190**	**55.200**
Consumi di materie prime e sussidiarie	17.145	18.527	19.864	21.065
Costi per servizi	9.270	9.943	10.608	11.165
Godimento di beni di terzi	945	994	1.040	1.089
Costo del personale	8.915	9.487	10.150	10.637
Oneri diversi di gestione	662	708	754	792
EBITDA	**8.234**	**9.022**	**9.774**	**10.452**
Ammortamenti	2.701	2.828	2.900	2.996
EBIT	**5.533**	**6.193**	**6.873**	**7.456**
Oneri finanziari	285	252	226	198
Risultato ante imposte	5.263	5.959	6.667	7.279
IRES	1.263	1.430	1.600	1.747
IRAP	216	242	268	291
Utile (perdita) d'esercizio	**3.784**	**4.287**	**4.799**	**5.241**

Piano predisposto dal management della Società. Non sottoposto ad asseverazione o revisione da parte di terzi indipendenti.

PONTE DEI RICAVI 2023-2029 — CONTRIBUTO DI CIASCUN ESERCIZIO



Fonte: bilanci d'esercizio 2023-2025 e piano 2026-2029. I contributi intermedi corrispondono alla variazione dei ricavi di ciascun esercizio rispetto al precedente e la loro somma riconduce esattamente dai ricavi 2023 ai ricavi 2029.

I ricavi passano da 41,3 mln di euro nel 2025 a 55,0 mln di euro nel 2029, con incrementi annui che il piano assume in progressiva decelerazione in termini percentuali. L'EBITDA passa da 7,4 mln a 10,5 mln di euro e l'EBITDA margin dal 18,0% al 19,0%. L'utile netto passa da 3,2 mln a 5,2 mln di euro.

Le assunzioni

Ricavi. La crescita è assunta interamente organica, senza acquisizioni e senza ingresso in nuove famiglie di prodotto. Le componenti sono tre: la crescita dei volumi sulle referenze in essere dei clienti principali, che il piano assume in linea con la dinamica storica; l'acquisizione di nuovi sviluppi dai clienti in portafoglio, che rappresenta il canale di crescita a minor rischio poiché non richiede nuova qualifica del sito; la crescita delle posizioni intermedie del portafoglio, come illustrato nel capitolo sui clienti. Il piano **non incorpora** l'acquisizione di nuovi clienti di dimensione paragonabile ai primi cinque, coerentemente con la lunghezza del ciclo di acquisizione descritta nel capitolo sul modello di business.

Prezzi e mix. Il piano assume il mantenimento dei meccanismi di adeguamento del prezzo alla variazione dei costi delle materie prime previsti nei contratti quadro, e un progressivo arricchimento del mix verso sieri e formulazioni ad alta concentrazione di attivi. L'incidenza dei consumi sui ricavi è assunta sostanzialmente stabile, con una lieve crescita che riflette prudenzialmente l'ipotesi di un parziale ritardo di trasmissione degli aumenti di costo.

Costi per servizi. L'incidenza è assunta in progressiva riduzione, per effetto della prosecuzione dell'internalizzazione dei controlli analitici e della diluizione delle componenti fisse su volumi crescenti.

Costo del personale. L'incidenza è assunta in riduzione, con crescita degli organici inferiore alla crescita dei volumi. L'assunzione è la più esposta del piano: presuppone la disponibilità di competenze tecniche sul mercato del lavoro locale e il mantenimento di un turnover contenuto, condizioni discusse nel capitolo sull'organizzazione.

Investimenti. Il capex di piano si mantiene su valori prossimi a quelli storici, con un picco a 1.470 migliaia di euro nel 2027 destinato al rinnovo di una linea di confezionamento e all'automazione dell'astucciamento. **Nessuna**

iniziativa richiede ampliamenti immobiliari o incrementi di capacità installata: la crescita è assorbita dalla capacità residua descritta nel capitolo sugli impianti.

Capitale circolante. Il piano assume una lieve riduzione dei giorni di incasso, da 82 nel 2026 a 79 nel 2029, e un progressivo allungamento dei giorni di pagamento, da 74 a 77. È un'assunzione di miglioramento gestionale che l'acquirente deve valutare con attenzione: nel confronto con clienti strutturati la riduzione dei termini di incasso non è un atto unilaterale del fornitore.

Struttura finanziaria. Il piano non prevede l'accensione di nuovi finanziamenti né aumenti di capitale. I rimborsi seguono i piani di ammortamento contrattuali dei tre finanziamenti in essere.

Fiscalità. Il piano applica le aliquote ordinarie IRES e IRAP e **non incorpora crediti d'imposta, agevolazioni o regimi opzionali**.

Indicatori di piano

INDICATORI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI — PIANO 2026-2029

VOCE	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
EBITDA margin	18,3%	18,6%	18,8%	19,0%
ROS	12,3%	12,8%	13,2%	13,6%
ROE	36,6%	42,8%	50,9%	66,8%
ROI	18,4%	20,5%	22,8%	25,8%
Posizione finanziaria netta	**2.907**	**1.791**	**503**	**4**
PFN / EBITDA	0,35	0,20	0,05	0,00
Indice di indipendenza finanziaria	**34,4%**	**33,2%**	**31,3%**	**27,1%**
Current ratio	2,47	2,43	2,41	2,31
DSCR	4,03	5,06	5,90	6,44

La posizione finanziaria netta è espressa in migliaia di euro. Il ROE e l'indice di indipendenza finanziaria del periodo di piano riflettono la politica di distribuzione degli utili descritta nel capitolo sulla struttura finanziaria.

STATO PATRIMONIALE DI PIANO — VOCI PRINCIPALI, 2026-2029 *migliaia di euro*

VOCE	2026 P	2027 P	2028 P	2029 P
Immobilizzazioni materiali nette	8.006	6.648	4.948	3.201
Rimanenze	3.100	3.452	3.755	4.040
Crediti verso clienti	12.334	13.131	13.905	14.523
Disponibilità liquide	5.928	6.229	6.675	6.306
Totale attivo	**30.074**	**30.217**	**30.093**	**28.925**
Patrimonio netto	**10.339**	**10.027**	**9.426**	**7.847**
Trattamento di fine rapporto	2.791	3.336	3.928	4.548
Debiti finanziari oltre 12 mesi	8.020	7.179	6.310	5.413
Debiti finanziari entro 12 mesi	815	841	869	897
Debiti verso fornitori	6.534	7.137	7.741	8.295

Tre elementi del quadro di piano richiedono una lettura esplicita.

Il **ROE cresce dal 36,6% al 66,8%**, ma la crescita non è integralmente attribuibile al miglioramento della redditività: dipende in misura significativa dalla riduzione del patrimonio netto prodotta dalla politica di distribuzione degli utili. Il ROE di piano non è quindi confrontabile con quello storico e non va letto come indicatore di efficienza crescente.

L'**indice di indipendenza finanziaria si riduce dal 35,2% del 2025 al 27,1% del 2029**, per la stessa ragione. Il tema è ripreso fra i fattori di attenzione.

La **posizione finanziaria netta si annulla**: scende da 4,3 mln di euro nel 2025 a € 4.171 al 31/12/2029. Il piano descrive quindi un'impresa che, alla fine dell'orizzonte, ha estinto in termini netti il proprio indebitamento pur avendo distribuito integralmente la cassa eccedente.

Che cosa il piano non dice

L'advisor ritiene utile esplicitare i confini del piano, per evitare che il destinatario ne tragga conclusioni non sostenute.

Il piano **non incorpora sinergie di alcun genere**: nessun beneficio di acquisto derivante dall'inserimento in un gruppo, nessuna razionalizzazione di costi di struttura, nessun accesso a clienti dell'acquirente, nessuna estensione geografica. Un acquirente industriale valuterà queste componenti sulla base del proprio perimetro.

Il piano **non incorpora la crescita per acquisizioni**, che nel settore frammentato descritto nel capitolo sul mercato costituisce la principale opzione di creazione di valore per un investitore finanziario.

Il piano **non incorpora l'estensione dei turni**, leva di capacità a basso assorbimento di capitale che il management ha deliberatamente tenuto fuori dall'orizzonte.

Il piano **non incorpora i costi aggiuntivi post-closing** che l'acquirente sosterrà: adozione del Modello 231, eventuale certificazione ISO 45001, allineamento dei sistemi informativi, costi di reporting di gruppo, eventuale riconoscimento economico alle figure chiave. Il capitolo sui fattori di attenzione ne dà elenco.

Il piano, infine, **non contiene scenari alternativi**. L'advisor raccomanda al destinatario di costruire il proprio scenario prudenziale agendo su tre variabili: la perdita totale o parziale di uno dei primi cinque clienti; il mancato conseguimento del miglioramento dei termini di incasso; la necessità di rafforzare l'organico tecnico in misura superiore a quella prevista.

La struttura finanziaria

I finanziamenti in essere

FINANZIAMENTI IN ESSERE

ISTITUTO	FORMA TECNICA	EROGATO (€)	DECORRENZA — SCADENZA	TASSO NOMINALE	GARANZIE E VINCOLI
Banca di Credito Selvanera	Mutuo ipotecario	9.600.000	20/05/2020 — 20/05/2040	2,6%	Ipoteca di primo grado sull'immobile industriale e logistico di Crema
Banca Sirente S.p.A.	Mutuo chirografario	3.000.000	10/06/2022 — 10/06/2030	4,0%	Nessuna garanzia reale; impegno di negative pledge sul patrimonio industriale
Fidamica Leasing S.p.A.	Locazione finanziaria strumentale	900.000	01/09/2021 — 01/09/2026	3,4%	Proprietà del bene in capo al concedente fino al riscatto finale

Importi come da contratto all'atto dell'erogazione. Il debito residuo alla data di riferimento è ricompreso nei debiti finanziari esposti nel prospetto patrimoniale.

La struttura del debito è semplice e presenta tre caratteristiche favorevoli all'acquirente.

La prima è la **durata**: il mutuo ipotecario, che rappresenta la componente prevalente, ha scadenza 20/05/2040 e un tasso nominale del 2,6% fissato nel 2020, inferiore alle condizioni oggi ottenibili sul mercato. Si tratta di un debito il cui mantenimento, ove le clausole contrattuali lo consentano al mutare della proprietà, costituisce un elemento di valore.

La seconda è l'**assenza di covenant finanziari di natura parametrica**. Non risultano impegni di mantenimento di rapporti fra posizione finanziaria netta ed EBITDA, di copertura del servizio del debito o di patrimonializzazione minima, la cui violazione possa determinare la decadenza dal beneficio del termine. L'unico vincolo di natura negativa è il **negative pledge** assunto verso Banca Sirente S.p.A., che limita la costituzione di nuove garanzie reali sul patrimonio industriale: la clausola va esaminata per verificarne l'impatto su un'eventuale struttura di finanziamento dell'acquisizione garantita dagli asset della Società.

La terza è l'**assenza di posizioni deteriorate o scadute**: non risultano rate insolute, sconfini, richieste di rientro, rinegoziazioni, moratorie o classificazioni ad inadempienza probabile presso alcuno degli istituti.

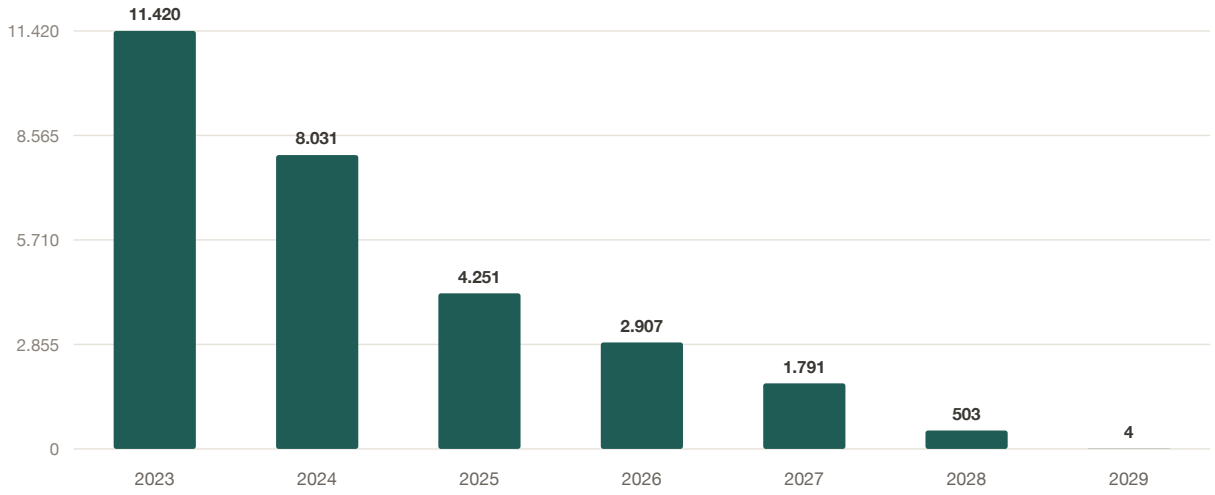
Non risultano in essere strumenti derivati di copertura del rischio di tasso o di cambio, né linee di factoring, di anticipo fatture o di sconto pro soluto: al 31/12/2025 l'utilizzo di linee autoliquidanti è nullo. Non risultano garanzie prestate dalla Società a favore di terzi, né fideiussioni personali del socio unico a garanzia di obbligazioni sociali.

Si segnala l'esigenza di verificare in sede di due diligence la presenza di **clausole di change of control** nei contratti di finanziamento: nella prassi bancaria italiana tali clausole attribuiscono all'istituto la facoltà di richiedere il rimborso

anticipato in caso di mutamento del controllo. La gestione del tema — richiesta di consenso preventivo agli istituti o predisposizione di una linea di rifinanziamento — va incorporata nel percorso verso il closing.

L'evoluzione della posizione finanziaria netta

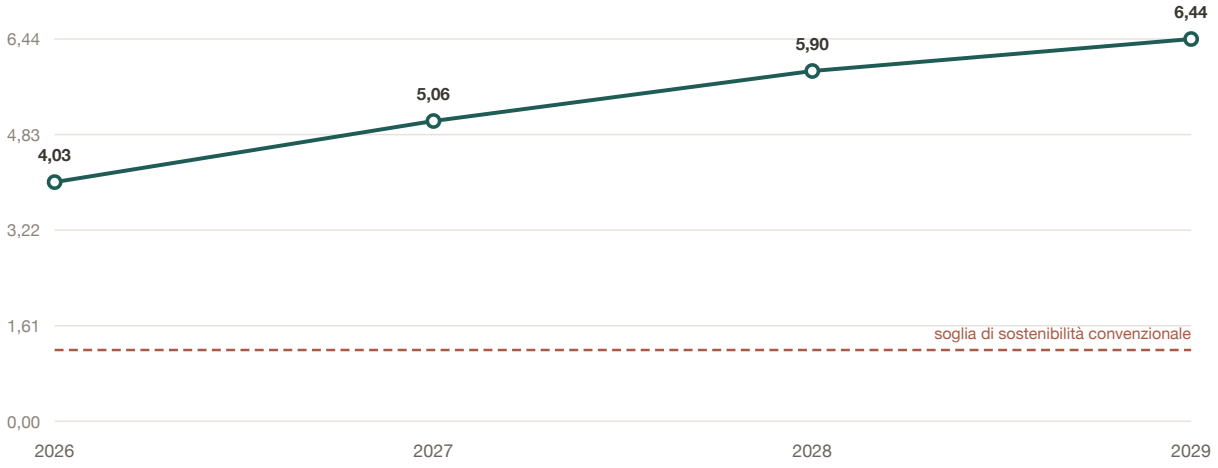
POSIZIONE FINANZIARIA NETTA, 2023-2029



Fonte: bilanci d'esercizio 2023-2025 e piano 2026-2029. Valori in migliaia di euro.

La posizione finanziaria netta si riduce da 11,4 mln di euro al 31/12/2023 a 4,3 mln di euro al 31/12/2025 e, secondo il piano, a € 4.171 al 31/12/2029. Il rapporto con l'EBITDA passa da 1,92 volte a 0,57 volte e si annulla nell'ultimo esercizio di piano.

COPERTURA DEL SERVIZIO DEL DEBITO, 2026-2029



Fonte: piano 2026-2029 del management. Il DSCR è determinato come rapporto fra il flusso disponibile al servizio del debito e il servizio del debito dell'esercizio, comprensivo di quota capitale e quota interessi.

Il servizio del debito è ampiamente coperto: nel 2026 il flusso disponibile è pari a 5.098 migliaia di euro a fronte di un servizio del debito di 1.266 migliaia, di cui 981 migliaia di quota capitale e 285 migliaia di quota interessi. Il DSCR passa da 4,03 nel 2026 a 6,44 nel 2029.

La lettura da trarne, ai fini dell'operazione, è che **la struttura finanziaria attuale non assorbe la capacità di indebitamento della Società**. Un acquirente che intenda finanziare parte del corrispettivo con debito troverà una società con leva prossima allo zero alla fine del periodo di piano, un profilo di generazione di cassa stabile e un immobile industriale di proprietà: le condizioni tecniche per una struttura di finanziamento dell'acquisizione sono presenti, fermi restando il vincolo di negative pledge sopra richiamato e la verifica delle clausole di change of control.

La politica di distribuzione degli utili

Questo paragrafo merita attenzione particolare, poiché il piano incorpora un'ipotesi di distribuzione che modifica sensibilmente la lettura degli indicatori patrimoniali.

Nel triennio consuntivo la distribuzione di utili è stata contenuta e coerente con una politica di autofinanziamento: i flussi in uscita per dividendi sono stati pari a −€ 400.000 nel 2023, −€ 450.000 nel 2024 e −€ 500.000 nel 2025, esposti con segno negativo secondo la convenzione del rendiconto finanziario.

Negli esercizi di piano l'ipotesi cambia radicalmente. Il piano prevede distribuzioni pari a −€ 4.000.000 nel 2026, −€ 4.600.000 nel 2027, −€ 5.400.000 nel 2028 e −€ 6.820.000 nel 2029. In ciascuno degli esercizi di piano la distribuzione eccede l'utile dell'esercizio, con la conseguenza che il patrimonio netto si riduce da 10,6 mln di euro al 31/12/2025 a 7,8 mln di euro al 31/12/2029 e l'indice di indipendenza finanziaria dal 35,2% al 27,1%.

La politica dei dividendi di piano e la sua lettura corretta

L'ipotesi di distribuzione contenuta nel piano riflette la situazione della proprietà attuale — socio unico, 67 anni, assenza di successori, decisione di monetizzare progressivamente prima della cessione — e non una politica finanziaria che l'acquirente sia tenuto a proseguire. La distribuzione è una scelta del socio, non un vincolo dell'impresa. Ne derivano due conseguenze che l'advisor raccomanda di tenere presenti. La prima riguarda la **lettura del piano ai fini valutativi**: il destinatario deve leggere la capacità di generazione di cassa dell'impresa al lordo delle distribuzioni, poiché è quella la grandezza che sostiene un'eventuale struttura di finanziamento dell'acquisizione o un flusso di dividendi diversamente calibrato. Gli indicatori di patrimonializzazione e di redditività del capitale proprio degli esercizi di piano non sono confrontabili con quelli storici e non descrivono un deterioramento della gestione. La seconda riguarda il **meccanismo di prezzo**: come illustrato nel capitolo che segue, con il meccanismo locked-box a data di riferimento 31/12/2025 ogni distribuzione successiva a tale data costituisce leakage e va dedotta dal corrispettivo, salvo che le parti non la qualifichino espressamente come permitted leakage. Il dividendo deliberato dall'assemblea del 28/04/2026 è pertanto oggetto di specifica pattuizione contrattuale.

La liquidità e il capitale investito

Le disponibilità liquide al 31/12/2025, pari a 5.565 migliaia di euro, eccedono le esigenze operative correnti: il capitale circolante è finanziato dalla cassa generata e le linee autoliquidanti sono inutilizzate. Va segnalato che una parte di tale cassa è destinata alla distribuzione deliberata dall'assemblea del 28/04/2026: il destinatario eviti quindi di considerare integralmente disponibile la liquidità esposta alla data di riferimento del locked-box senza tenere conto del trattamento contrattuale del dividendo, di cui al capitolo che segue.

Il perimetro dell'operazione e il processo

Oggetto e struttura dell'operazione

L'operazione prospettata è la **cessione dell'intero capitale sociale** di Silvaderma Lab S.p.A. da parte del socio unico Piergiorgio Dossena. Si tratta quindi di uno **share deal** e non di una cessione di azienda o di ramo d'azienda.

La scelta risponde a ragioni consolidate nella prassi italiana. Dal lato del venditore, la cessione della partecipazione da parte di persona fisica non imprenditore consente l'applicazione del regime di tassazione delle plusvalenze proprio delle persone fisiche, mentre la cessione di azienda produrrebbe materia imponibile in capo alla Società. Dal lato dell'acquirente, la cessione di partecipazioni non è soggetta a imposta di registro proporzionale e non comporta la successione nei debiti dell'azienda ai sensi dell'art. 2560 del codice civile, applicandosi invece il regime delle dichiarazioni e garanzie contrattuali. Dal lato dei rapporti in essere, lo share deal preserva la continuità di contratti, autorizzazioni, certificazioni e rapporti di lavoro senza necessità di consenso dei terzi, fatta salva la verifica delle clausole di change of control. Il trasferimento di azioni di S.p.A. si perfeziona mediante girata o annotazione nel libro dei soci, senza necessità di atto notarile, fermo l'intervento del notaio per l'autentica delle firme secondo la prassi dei processi assistiti.

Il perimetro

Il perimetro dell'operazione **comprende**:

- l'intero capitale sociale della Società, rappresentato da azioni ordinarie di un'unica categoria;
- l'**immobile industriale e logistico di Crema**, di proprietà della Società, con il relativo mutuo ipotecario;
- l'intero parco impianti, comprensivo della dotazione strumentale condotta in locazione finanziaria da Fidamica Leasing S.p.A., con il relativo debito residuo;
- il patrimonio formulativo, i dossier di sviluppo e stabilità, le procedure di produzione e controllo, le certificazioni ISO 22716 e ISO 14001;
- i contratti quadro con i clienti, i contratti di fornitura, il contratto di locazione del sito di Lodi;
- i rapporti di lavoro con l'intero organico, pari a 168 dipendenti, con conservazione dei diritti maturati.

Il perimetro **non prevede esclusioni**. In particolare non è previsto lo scorporo dell'immobile di Crema, che è strumentale all'attività e la cui separazione non è nell'interesse del venditore né funzionale al processo. Ove un acquirente intendesse proporre una struttura con separazione dell'immobile — operazione che nella prassi italiana assume la forma della scissione a favore di veicolo immobiliare con successiva locazione alla società operativa — potrà rappresentarla nella propria offerta: la proprietà valuterà la proposta in relazione al complessivo assetto economico e ai tempi di esecuzione, tenendo conto che la scissione comporta l'osservanza dei termini per l'opposizione dei creditori.

Non sono previste esclusioni di partecipazioni finanziarie, non essendovene, né di attivi non strumentali, non risultandone.

Il meccanismo di determinazione del prezzo

Il meccanismo proposto è il **locked-box con data di riferimento 31/12/2025**, coerente con la prassi prevalente nei processi competitivi italiani e con la disponibilità di un bilancio revisionato a tale data.

Il funzionamento proposto è il seguente:

- il corrispettivo per il 100% del capitale è determinato dall'offerente come **valore dell'impresa** (enterprise value), dal quale si deduce la **posizione finanziaria netta alla data di riferimento**, quantificata nel capitolo sull'andamento economico-finanziario e definita secondo la nozione che sarà fissata contrattualmente;
- il prezzo così determinato è **fisso** e non soggetto ad aggiustamento post-closing per variazioni di capitale circolante o di posizione finanziaria netta intervenute fra la data di riferimento e il closing;
- il venditore assume l'obbligo di **assenza di leakage** dalla data di riferimento al closing: ogni trasferimento di valore dalla Società al socio o a soggetti a esso riferibili — dividendi, riduzioni di capitale, compensi non ordinari, pagamenti non di mercato, rinunce a crediti, assunzione di garanzie — è dedotto dal prezzo euro per euro, salvo che sia espressamente qualificato come **permitted leakage**;
- il **dividendo deliberato dall'assemblea del 28/04/2026** e le eventuali ulteriori distribuzioni sono oggetto di specifica pattuizione: la proprietà propone di qualificarli come permitted leakage con corrispondente riduzione del corrispettivo, in modo che l'effetto economico sia neutro per l'acquirente e trasparente per entrambe le parti;
- il venditore assume l'obbligo di **gestione ordinaria** (conduct of business) dalla data di riferimento al closing, con elenco delle operazioni soggette a consenso preventivo dell'acquirente;
- il corrispettivo è maggiorato di un **ticking fee** a decorrere dalla data di riferimento, quale remunerazione del valore generato dall'impresa nel periodo intermedio, ovvero, in alternativa, il valore d'impresa è riferito a una data più prossima al closing. La scelta fra le due modalità è rimessa alla negoziazione.

Il meccanismo alternativo dei **completion accounts** — con determinazione della posizione finanziaria netta e del capitale circolante alla data di closing e aggiustamento del prezzo rispetto a valori di riferimento pattuiti — è ritenuto meno adatto a questo processo per tre ragioni: allunga i tempi di definizione del prezzo di alcuni mesi dopo il closing; introduce un'area di contenzioso tecnico fra le parti in una società i cui criteri contabili non sono complessi ma la cui valorizzazione delle rimanenze richiederebbe la definizione di convenzioni puntuali; riduce la comparabilità delle offerte in una fase competitiva. Il venditore resta disponibile a valutare proposte fondate sui completion accounts, avvertendo che la comparazione delle offerte terrà conto della diversa allocazione del rischio.

Earn-out

La proprietà **non richiede né propone un earn-out** e non lo considera coerente con la propria situazione: il venditore è persona fisica prossima all'uscita dall'impresa, non manterrà ruoli gestionali oltre il periodo di affiancamento e non avrebbe strumenti per influenzare i parametri di un meccanismo differito.

Ove un offerente intendesse proporre una componente differita del corrispettivo, la proprietà segnala i termini entro i quali potrebbe valutarla: parametro ancorato all'EBITDA, definito contrattualmente in modo da neutralizzare gli effetti di scelte dell'acquirente e delle eventuali sinergie di gruppo; orizzonte non superiore a due esercizi; presidi di governance per il periodo di riferimento; tetto massimo definito; meccanismo di accelerazione in caso di operazioni

straordinarie, cambio di controllo dell'acquirente o modifiche del perimetro. Un'offerta con componente differita sarà comparata alle altre attualizzando la componente e ponderandola per il rischio di conseguimento.

Dichiarazioni, garanzie e indennizzi

Il pacchetto prospettato, la cui negoziazione avverrà sul testo di contratto di compravendita che sarà messo a disposizione nella fase finale del processo, prevede:

- **dichiarazioni fondamentali** (fundamental warranties) su titolarità e libera trasferibilità delle azioni, capacità e assenza di vincoli: senza limitazione di importo e con durata estesa;
- **dichiarazioni generali** (business warranties) su bilanci, contratti, contenzioso, dipendenti, proprietà intellettuale, ambiente e conformità normativa: durata di diciotto a ventiquattro mesi dal closing, secondo la prassi corrente per un target di questa dimensione;
- **dichiarazioni fiscali, previdenziali e contributive**: durata correlata ai termini di decadenza dell'accertamento, con scadenza fissata a un intervallo convenuto successivo alla scadenza dell'ultimo periodo accertabile;
- **cap complessivo** sulle dichiarazioni generali espresso in percentuale del corrispettivo, secondo la prassi di mercato per operazioni di questa dimensione;
- **de minimis** per singola pretesa e **basket** aggregato, al superamento del quale l'indennizzo è dovuto per l'intero o per l'eccedenza secondo quanto pattuito;
- **escrow** o garanzia equivalente a presidio dell'obbligo indennitario, di importo e durata da negoziare, ovvero — soluzione che la proprietà considera con favore in ragione della propria natura di persona fisica in uscita — copertura assicurativa **warranty and indemnity** a beneficio dell'acquirente, i cui costi e la cui articolazione saranno oggetto di negoziazione;
- **indennizzi specifici** eventualmente richiesti a esito della due diligence, per i quali la proprietà anticipa la disponibilità a valutare presidi dedicati sui temi segnalati nel capitolo sui fattori di attenzione, in particolare in materia ambientale.

Condizioni sospensive

Le condizioni sospensive prospettate sono le seguenti:

- **eventuale autorizzazione antitrust**: la verifica del superamento cumulativo delle soglie di cui all'art. 16 della L. 287/1990 va condotta dall'acquirente sui propri dati, come illustrato nel capitolo sugli aspetti legali. Ove le soglie siano superate, l'operazione non può essere eseguita prima della conclusione del procedimento;
- **golden power**: l'operazione, per come prospettata, non è soggetta a notifica ai sensi del D.L. 21/2012, per il razionale esposto nel capitolo sugli aspetti legali. Un acquirente extra-Unione europea che ritenga di procedere a notifica cautelativa dovrà incorporare i termini istruttori nel calendario;
- **consensi contrattuali** eventualmente necessari in relazione a clausole di change of control nei contratti di finanziamento, nel contratto di locazione del sito di Lodi e nei contratti quadro con i clienti, secondo l'esito della due diligence;

- **assenza di eventi pregiudizievoli rilevanti** (material adverse change) fra signing e closing, con definizione da negoziare;
- **adempimenti societari** connessi al trasferimento e al rinnovo degli organi sociali.

Non sono previste condizioni relative all'ottenimento del finanziamento da parte dell'acquirente: la proprietà considera la certezza del finanziamento un elemento di valutazione delle offerte e non una condizione dell'operazione.

Poiché la Società non è quotata né ha strumenti finanziari diffusi fra il pubblico, **non trova applicazione la disciplina dell'offerta pubblica di acquisto obbligatoria** di cui all'art. 106 del TUF.

Affiancamento e continuità del management

Il socio unico si rende disponibile a un **periodo di affiancamento post-closing**, di durata e contenuti da definire, finalizzato al trasferimento delle relazioni istituzionali e alla continuità nei confronti dei clienti storici. Non è richiesto il mantenimento di cariche formali oltre tale periodo.

La proprietà segnala la disponibilità a costruire, in accordo con l'offerente selezionato, un pacchetto di **retention e incentivazione per le figure chiave**, che la proprietà stessa considera condizione di buon esito dell'integrazione. La materia è affrontata nella fase finale del processo e i termini economici sono oggetto di accordo fra acquirente e management.

Il calendario del processo

CALENDARIO INDICATIVO DEL PROCESSO

FASE	CONTENUTO	TEMPISTICA INDICATIVA
Fase preliminare	Sottoscrizione dell'accordo di riservatezza, consegna del profilo anonimo e del presente Documento	In corso
Fase 1	Accesso alla data room preliminare, sessione introduttiva con l'advisor, presentazione di offerte non vincolanti	Entro quattro settimane dalla consegna del Documento
Selezione	Valutazione delle offerte non vincolanti e ammissione dei soggetti alla fase confermativa	Due settimane successive
Fase 2	Accesso alla data room completa, due diligence, sessioni con il management, visita ai siti di Crema e Lodi, gestione delle richieste di chiarimento	Sei a otto settimane
Offerte vincolanti	Presentazione di offerte vincolanti accompagnate dal testo del contratto di compravendita commentato	Al termine della Fase 2
Negoziazione	Negoziazione della documentazione contrattuale con il soggetto o i soggetti selezionati	Tre a quattro settimane
Signing	Sottoscrizione del contratto di compravendita	A esito della negoziazione
Closing	Verifica delle condizioni sospensive, trasferimento delle azioni, pagamento del corrispettivo, adempimenti societari	Secondo i tempi delle eventuali autorizzazioni

Calendario indicativo e non vincolante. La proprietà si riserva di modificarne struttura e tempi. Le tempistiche decorrono dalla consegna del presente Documento.

I soggetti del processo

SOGGETTI COINVOLTI NEL PROCESSO

RUOLO	SOGGETTO	AMBITO
Advisor finanziario sell-side	Ginestra Advisory S.r.l.	Mandato di vendita, predisposizione del presente Documento, gestione del processo competitivo e dell'interlocuzione con i potenziali acquirenti
Advisor legale della proprietà	Studio Legale Adamoli Orso	Aspetti legali e contrattuali del processo, documentazione contrattuale, gestione della data room legale
Revisione legale dei conti	Contarim Revisione S.r.l.	Revisione legale dei bilanci d'esercizio 2023, 2024 e 2025

Ogni contatto relativo al processo va indirizzato esclusivamente a Ginestra Advisory S.r.l.. **È fatto espresso divieto di contattare direttamente la Società, i suoi dipendenti, i suoi clienti, i suoi fornitori e i suoi istituti finanziatori**, a pena di esclusione dal processo. Le richieste di chiarimento sono gestite attraverso un registro delle domande e delle risposte; le risposte di contenuto non specifico all'offerente sono rese disponibili a tutti i partecipanti alla medesima fase, per garantire parità di informazione.

Fattori di attenzione

L'advisor espone in questo capitolo, in forma riepilogativa, gli elementi che ritiene richiedano verifica o presidio da parte dell'acquirente. L'elenco non è esaustivo e non sostituisce la due diligence; è redatto nella convinzione che la trasparenza sui punti critici sia condizione di efficienza del processo, poiché un elemento non dichiarato che emerga in due diligence produce di regola una revisione del prezzo superiore al suo effetto economico.

> **I tre elementi che determinano il prezzo di questa operazione**
>
> **Primo: la concentrazione della clientela.** I primi cinque clienti valgono il 58% dei ricavi 2025 e il primo il 21%. Due contratti quadro hanno scadenza ravvicinata e il quinto cliente non è coperto da contratto quadro. È il fattore che governa il rischio dell'investimento e sul quale ogni acquirente costruirà il proprio scenario prudenziale. **Secondo: la dipendenza dalle persone chiave.** Il patrimonio distintivo è formulativo e risiede in un numero ridotto di persone. La continuità della direzione ricerca e sviluppo e della direzione generale è, in questa operazione, un asset di valore non inferiore agli impianti. **Terzo: la lettura corretta del piano.** Il piano incorpora distribuzioni di utili che eccedono gli utili di periodo e riducono la patrimonializzazione della Società. Non è un deterioramento della gestione: è la monetizzazione di un socio in uscita. Va però letto per quello che è, e il meccanismo di prezzo deve trattarlo esplicitamente.

Elenco dei fattori di attenzione

1. Concentrazione della clientela. Primi cinque clienti al 58% dei ricavi 2025, primo cliente al 21%. Fattori di attenuazione: anzianità dei rapporti, costi di riqualifica in capo al cliente, sovrapposizione fra sviluppo e produzione delle formule, natura tecnica della relazione. Profili non attenuati: scadenza del contratto quadro con Dermosint Cosmesi Attiva S.r.l. al 31/12/2026; contratto quadro con Bellarina Cosmetics S.p.A. scaduto il 31/12/2025 e in fase di rinnovo; assenza di contratto quadro con Nordkind Skin Sciences; assenza, nella generalità dei contratti, di impegni di volume minimo garantito.

2. Dipendenza da persone chiave. Criticità di sostituzione della direzione ricerca e sviluppo e, in misura minore, della direzione generale. Presidi da costruire in sede di operazione: patti di stabilità, incentivazione legata a permanenza e risultati, clausole di non concorrenza, piano di trasferimento documentale del know-how formulativo.

3. Politica di distribuzione degli utili e patrimonializzazione. Il piano prevede distribuzioni eccedenti gli utili di periodo in ciascuno degli esercizi 2026-2029, con riduzione del patrimonio netto da 10,6 mln a 7,8 mln di euro e dell'indice di indipendenza finanziaria dal 35,2% al 27,1%. Trattamento contrattuale del dividendo deliberato il 28/04/2026 nell'ambito del meccanismo locked-box.

4. Assenza del Modello 231 e dell'Organismo di Vigilanza. Non risultano procedimenti a carico dell'ente. L'adozione del modello, la costituzione dell'Organismo di Vigilanza e l'adozione di un Codice Etico sono adempimenti post-closing con costo contenuto e tempi di mappatura dei processi non trascurabili.

5. Assenza della certificazione ISO 45001. La conformità al D.Lgs. 81/2008 è presidiata, ma non esiste un sistema di gestione certificato per la salute e sicurezza sul lavoro. Area di allineamento per acquirenti con standard di gruppo.

6. Titolarità del patrimonio formulativo. La ripartizione dei diritti sulle formule fra Società e clienti va ricostruita contratto per contratto. Assenza di brevetti: la protezione si fonda su segreto industriale, obblighi contrattuali di riservatezza e presidi organizzativi, e non su diritti di esclusiva opponibili ai terzi.

7. Maturità contabile del parco impianti e verifica ambientale del sito. Costo storico delle immobilizzazioni materiali pari a 32,0 mln di euro contro un valore netto di 9,6 mln di euro. Il dato segnala maturità contabile e non obsolescenza, ma richiede una perizia tecnica sullo stato effettivo del parco impianti e sul valore dell'immobile. Il sito è utilizzato a fini industriali dal 1996: si raccomanda un'indagine ambientale preliminare, secondo la prassi per immobili con storia industriale pluridecennale.

8. Scadenze dei contratti di fornitura e vincoli finanziari. Contratto con Ceralpina Specialty Ingredients S.r.l. in scadenza il 31/12/2026 e contratto con Astorpack Imballaggi S.r.l. scaduto il 31/12/2025: rinegoziazione da incorporare nel piano di integrazione. Limitata sostituibilità del fornitore di attivi sulle formule in commercio. Impegno di negative pledge verso Banca Sirente S.p.A. da valutare rispetto a un'eventuale struttura di finanziamento dell'acquisizione.

9. Locazione del sito di Lodi. Il laboratorio di ricerca e microbiologia opera in immobile condotto in locazione da Immobiliare Adda S.r.l. con scadenza 31/12/2029. Verifica di eventuali clausole di change of control ed eventuale acquisizione del consenso del locatore. Il sito non è sostituibile nel breve periodo.

10. Clausole di change of control. Verifica sistematica nei contratti di finanziamento, nei contratti quadro con i clienti, nei contratti di fornitura e nel contratto di locazione. È, in questa operazione, il presidio contrattuale attraverso il quale i terzi possono reagire al mutamento della proprietà.

11. Sistemi informativi e reportistica industriale. La programmazione della produzione è in parte gestita fuori sistema e la reportistica industriale è prodotta con elaborazioni manuali. Contemporaneamente area di investimento richiesta e leva di efficienza non sfruttata.

12. Natura del piano e assenza di scenari. Il piano 2026-2029 è predisposto dal management, non è asseverato né revisionato da terzi, non contiene scenari alternativi, non incorpora sinergie, crescita per acquisizioni, estensione dei turni né i costi aggiuntivi post-closing. L'assunzione di miglioramento dei termini di incasso è quella più esposta e va verificata rispetto alla struttura della clientela.

13. Rischio di prodotto. Per un fabbricante in conto terzi il rischio industriale principale è il difetto microbiologico o di stabilità su un lotto immesso sul mercato, il cui impatto risarcitorio e reputazionale non è correlato al valore della fornitura. Non risultano contestazioni pendenti. Verifica di massimali ed esclusioni della copertura assicurativa di responsabilità civile prodotto rispetto ai volumi attuali.

Tracciabilità dell'elaborazione

Il presente Documento è stato predisposto da Ginestra Advisory S.r.l. secondo il seguente percorso: estrazione documentale e riconciliazione dei dati dai bilanci d'esercizio 2023-2025 e dalla situazione infrannuale; riclassificazione dei prospetti secondo la prassi italiana a valore aggiunto; recepimento del piano economico-finanziario del management ed esplicitazione delle assunzioni; analisi comparativa del posizionamento settoriale e della struttura competitiva; ricognizione degli aspetti societari, legali, fiscali e giuslavoristici sulla documentazione messa a disposizione; verifica di quadratura fra i prospetti riportati nel Documento e il modello economico-finanziario allegato; revisione professionale finale da parte del team di lavoro.

Tutti i valori economici, patrimoniali e finanziari riportati nel Documento sono estratti dal modello economico-finanziario a corredo e ne sono riconciliati per costruzione. I dati anagrafici, contrattuali e di indebitamento sono riportati nei valori risultanti dalla documentazione societaria e contrattuale disponibile nella data room. Le informazioni di natura qualitativa relative a mercato, posizionamento, organizzazione e processi derivano dalle interviste con il management e dalla documentazione aziendale, e non sono state oggetto di verifica indipendente.

Il Documento riporta, ove ricorra, l'indicazione esplicita degli elementi la cui verifica è rimessa alla due diligence dell'acquirente. L'advisor ha ritenuto preferibile dichiarare l'incertezza anziché rappresentare come accertato ciò che non lo è.