DOCUMENTO RISERVATO | Uso esclusivo nell'ambito della Liquidazione Giudiziale R.G. 73/2024

ALLEGATO 4

MEMO TECNICO

Inoculanti microbiologici per uso agricolo:

inquadramento AgTech, transazioni comparabili e multipli di settore

Ramo d'Azienda Evergreenbios – Evergreenbios S.r.l. in Liquidazione Giudiziale

Data di riferimento: 31 dicembre 2025 | Data redazione: 3 giugno 2026

Liquidazione Giudiziale: Evergreenbios S.r.l. | R.G. 73/2024 | Tribunale Ordinario di Milano

Liquidatore Giudiziale: **Dr. Giorgio Edoardo Luerti**

1. Oggetto del memo

Il presente memo esamina l'attività di produzione di inoculanti microbiologici per uso agricolo, ossia prodotti a base di microrganismi — come batteri e funghi — che vengono applicati alle colture per migliorare la fertilità del suolo, l'assorbimento dei nutrienti e la crescita delle piante. Questo segmento rientra nel più ampio mercato degli input biologici per l'agricoltura e, in termini industriali e finanziari, va ricondotto alla categoria AgTech (Agriculture Technology), con particolare riferimento ai sotto-segmenti agricultural biologicals, biofertilizers e biostimulants.

L'analisi ha finalità di supporto alla valutazione del Ramo d'Azienda di Evergreenbios S.r.l. in Liquidazione Giudiziale, dove l'attività principale è proprio la produzione di inoculanti microbiologici per uso agricolo. Il memo si articola in tre sezioni principali: (i) inquadramento dell'attività nel contesto AgTech; (ii) analisi delle transazioni comparabili identificate e dei multipli osservabili; (iii) considerazioni sui multipli di settore AgTech e loro applicazione al caso in esame.

2. Inquadramento dell'attività

2.1. Caratteristiche tecnico-industriali

Gli inoculanti microbiologici sono formulati contenenti microrganismi vivi o loro consorzi, sviluppati per colonizzare il suolo o la rizosfera e generare benefici agronomici misurabili, tra cui una migliore disponibilità di nutrienti, un aumento della vigoria vegetativa e, in alcuni casi, una maggiore resilienza agli stress abiotici.

Dal punto di vista industriale, si tratta di un'attività che combina più competenze specialistiche: ricerca microbiologica, sviluppo formulativo, fermentazione industriale sommersa e in stato solido, controllo qualità delle colture ad alto valore aggiunto, registrazione regolatoria (nel caso italiano, tramite il SIAN per i fertilizzanti biologici) e distribuzione commerciale verso il canale agricolo.

Queste società non sono assimilabili a operatori software puri, perché il loro prodotto principale è un input tecnico-biologico fisico. Tuttavia, non rientrano nemmeno nella chimica agricola

tradizionale in senso stretto, poiché il loro vantaggio competitivo deriva dalla proprietà intellettuale sui ceppi microbici, dai processi di fermentazione e formulazione, dalla capacità di dimostrare efficacia agronomica e dalla crescente domanda di soluzioni sostenibili in sostituzione o integrazione degli input di sintesi.

2.2. Perché il segmento rientra nell'AgTech

La categoria AgTech comprende le tecnologie applicate all'agricoltura finalizzate a migliorare resa, efficienza, sostenibilità e gestione delle risorse. In questa definizione rientrano non solo le soluzioni digitali, ma anche le biotecnologie agricole, la robotica, l'automazione e i nuovi input biologici.

Gli inoculanti microbiologici rientrano nell'AgTech per tre ragioni principali:

- **Impatto diretto sul processo agricolo primario:** operano direttamente sulla produttività e sulla salute della coltura, incidendo sul nucleo stesso del processo agricolo.
- **Contenuto tecnologico e scientifico elevato:** fondato su ricerca biologica, selezione di ceppi, sviluppo formulativo e processi industriali proprietari sviluppati nel tempo.
- **Allineamento con la transizione sostenibile:** si collocano nel filone dell'agricoltura rigenerativa e della riduzione degli input di sintesi, che rappresenta uno dei principali driver di investimento e consolidamento nel comparto AgTech.

In termini di classificazione economico-finanziaria, tali società sono più correttamente confrontabili con operatori AgTech e agricultural biologicals che non con SaaS (Software as a Service) o AdTech (Advertising Technology). Il motivo è che il loro modello di business dipende dalla vendita di prodotti biologici, dalla capacità produttiva, dai trial agronomici, dalle dinamiche distributive e dalla stagionalità agricola — elementi molto diversi dai modelli tipici del software in abbonamento o della pubblicità digitale.

3. Transazioni comparabili identificate

3.1. Universo delle operazioni analizzate

Il mercato delle acquisizioni nel comparto biologicals e biostimulants mostra un interesse strategico crescente da parte dei grandi gruppi dell'agrochimica e delle bioscienze. La trasparenza informativa è tuttavia limitata: in molti casi i prezzi sono resi pubblici, mentre i ricavi e l'EBITDA del target non sono divulgati in modo completo. Ciò riduce il numero di operazioni da cui è possibile derivare multipli osservabili robusti.

La ricerca ha coperto il periodo 2010–2026. Sono state identificate otto operazioni pertinenti, suddivise in due gruppi: (i) transazioni nel segmento agricultural biologicals / inoculanti, direttamente comparabili con l'attività di EGBV; (ii) acquisizioni di portafogli agricoli strategici, utili come benchmark di riferimento per il limite superiore dei multipli di settore.

Tabella 1 – Transazioni M&A comparabili identificate (2010–2026)

Target / Paese	Acquirente	Anno	EV (€/$M)	Ricavi (M)	EV/Sales	EV/EBITDA	Note
Stoller Group (USA)	Corteva Agriscience	2022	$1.200M	$400M+	~3,0x	~12,0x	Player globale biostimolanti; multiplo di riferimento principale
Valagro (Italia)	Syngenta	2020	€500–700M*	~$175M	~3,0–4,0x*	n.d.	Rilevante per prossimità industriale; prezzo stimato dagli analisti
Biotrop (Brasile)	BioFirst Group	2023	€532M	~€180M	~3,0x	n.d.	Leader bioinput Brasile; ~85% acquisito; forte crescita (CAGR +21%)
Symborg (Spagna)	Corteva Agriscience	2022	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	Specialista inoculanti azoto; termini non divulgati
Lavie Bio (Israele)	ICL Group	2025	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	Acquisizione banca microbica + pipeline AI; conferma interesse strategico
EMD Crop BioScience (USA)	Novozymes	2010	$275M	n.d.	n.d.	n.d.	Biofertility agricola; disclosure insufficiente per calcolo multipli
Bayer Crop Science assets	BASF	2017–18	€5,9–7,6 mld	€1,3–2,0 mld	3,8–4,5x	13,8–15,3x	Asset agricoli per rimedi antitrust; portafoglio ampio; benchmark estremo superiore
AgBiTech	BASF	2026	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	Biocontrollo; adiacente ai biologicals; conferma interesse strategico continuativo
Mediana osservata					**~3,0x**	**~12,0x**	

** Il corrispettivo dell'acquisizione di Valagro da parte di Syngenta non è stato divulgato ufficialmente. Il valore è stimato dagli analisti nell'ordine di €500–700M, con un multiplo implicito EV/Sales nell'intorno di 3,0–4,0x. Fonte: comunicati stampa aziendali, Reuters, Bloomberg, AgroPages, AgFunder.*

3.2. Descrizione delle operazioni principali

Stoller Group / Corteva Agriscience (2022)

Corteva Agriscience ha acquisito il Gruppo Stoller per circa 1,2 miliardi di dollari. Stoller è uno dei principali player indipendenti mondiali nel settore dei biostimolanti e della nutrizione delle piante, con presenza in oltre 60 paesi e ricavi superiori a 400 milioni di dollari. La transazione ha fissato un benchmark centrale per il settore: EV/Sales ~3,0x e EV/EBITDA ~12,0x.

Valagro / Syngenta (2020)

Syngenta Crop Protection ha acquisito Valagro, azienda italiana leader nella produzione di biostimolanti e nutrienti speciali per l'agricoltura, con ricavi intorno a 175 milioni di dollari e un CAGR 2009–2019 di circa il 10%. Il corrispettivo non è stato ufficialmente divulgato ma viene stimato dagli analisti nell'ordine di €500–700M, con un multiplo implicito EV/Sales nell'intorno di 3,0–4,0x. L'operazione è considerata la più rilevante per prossimità industriale con EGBV, per il profilo biologicals e la provenienza italiana.

Biotrop / BioFirst Group (2023)

Il Gruppo BioFirst ha acquisito circa l'85% di Biotrop, principale produttore brasiliano di bioinput (bioinoculanti, biocontrollo, biostimolanti), per €532M. Biotrop presenta una crescita superiore al 20% annuo e un fatturato lordo stimato in BRL 754M (circa €130–180M). Il multiplo EV/Sales si attesta intorno a 3,0x. La transazione conferma la disponibilità del mercato a pagare multipli analoghi anche per operatori geograficamente distanti ma con profilo biologico comparabile.

Novozymes / EMD Crop BioScience (2010)

Novozymes ha acquisito EMD Crop BioScience per 275 milioni di dollari. Si trattava di un operatore specializzato in soluzioni di biofertility per l'agricoltura, con un profilo industriale comparabile con quello degli inoculanti microbiologici. La disclosure finanziaria del target non consente il calcolo diretto dei multipli, ma l'operazione conferma l'interesse strategico nel segmento sin dagli inizi del decennio.

BASF / Bayer Crop Science assets (2017–2018)

BASF ha acquisito in due tranche i portafogli agricoli ceduti da Bayer come rimedi antitrust nell'ambito della fusione con Monsanto: la prima tranche nel 2017 per €5,9 miliardi (€1,3 miliardi di ricavi, multiplo EV/Sales 4,5x, EV/EBITDA 15,3x) e la seconda nel 2018 per €7,6 miliardi (€2,0 miliardi di ricavi, multiplo EV/Sales 3,8x, EV/EBITDA 13,8x). Questi multipli incorporano significativi premi strategici legati alla dimensione, alla complementarità dei portafogli e al contesto di consolidamento del settore. Vanno letti come benchmark dell'estremo superiore del range, non come riferimento centrale per operatori specializzati di dimensioni più contenute.

Symborg / Corteva Agriscience (2022) e Lavie Bio / ICL Group (2025)

Corteva ha acquisito Symborg, specialista spagnolo in inoculanti azoto, e ICL Group ha acquisito Lavie Bio, startup israeliana AgTech con piattaforma AI applicata alla biologia microbica agricola. In entrambi i casi i termini economici non sono stati divulgati. Le operazioni confermano l'interesse strategico continuativo dei grandi player nel segmento degli inoculanti e dei biologicals ad alta tecnologia.

4. Multipli di settore AgTech

In assenza di deal pubblici con disclosure completa su target perfettamente allineati con il profilo di EGBV, è utile integrare l'analisi con i multipli di settore osservati sull'universo delle società AgTech quotate e dei comparabili di mercato.

4.1. Evidenze di mercato

I dati di riferimento provengono dal report «**AgTech & Alternative Protein: 2025 Valuation Multiples**» pubblicato da Finerva il 20 maggio 2025, costruito su un campione di 25 società quotate comparabili del settore AgTech.

Le risultanze principali per il quarto trimestre 2024 indicano una mediana EV/Revenue di circa 1,3x e una mediana EV/EBITDA di circa 10,8x. Il 75° percentile dei multipli EV/EBITDA si mantiene sotto 14,0x, confermando che i valori osservati nei grandi deal strategici rappresentano un estremo alto più che il centro della distribuzione.

È utile leggere questi dati anche nella loro evoluzione temporale: i multipli EV/Revenue del settore AgTech hanno raggiunto un picco di circa 2,4x nel 2021, per poi ridursi progressivamente fino al livello di 1,3x a fine 2024. Sul lato EV/EBITDA, il multiplo mediano è sceso da oltre 13x nel 2021 a 7,9x a fine 2023, per poi risalire a 10,8x nel quarto trimestre 2024. La ripresa dei multipli nell'ultimo anno riflette un miglioramento del sentiment sulle società AgTech quotate, trainato dalla crescita strutturale della domanda di soluzioni biologiche e dalla riduzione dei costi del capitale.

Tabella 2 – Multipli di settore AgTech e benchmark di riferimento

Segmento / Fonte	EV/Revenue (mediana)	EV/EBITDA (mediana)	EV/EBITDA (75° pct.)	Periodo	Note
AgTech quotato (Finerva 2025)	~1,3x	~10,8x	<14,0x	Q4 2024	Mediana di mercato; riferimento prudente per operatori specializzati
Agricultural biologicals / biostimulants (deal osservati)	~3,0–3,4x	~12,0–13,8x	~15,3x (max)	2017–2024	Range da deal pubblici con disclosure; include premi dimensionali e strategici
Chimica agricola tradizionale (riferimento)	~1,0–2,0x	~8,0–11,0x	n.d.	Media storica	Benchmark basso; non appropriato per operatori con significativo IP biologico

Fonte: Finerva, «AgTech & Alternative Protein: 2025 Valuation Multiples», 20 maggio 2025 (AgTech quotato); elaborazioni su operazioni M&A pubbliche (biological deals e chimica agricola).

4.2. Posizionamento degli inoculanti microbiologici nel contesto AgTech

I livelli di multiplo osservati appaiono coerenti con il profilo economico degli operatori che producono inoculanti microbiologici. Tali imprese presentano una natura ibrida:

- Da un lato beneficiano di **contenuto tecnologico, IP e crescita strutturale della domanda di biologicals,** che giustifica premi rispetto alla chimica agricola più commoditized.
- Dall'altro, **restano vincolate a capacità produttiva, costi industriali, sperimentazione in campo, tempi di registrazione, canale distributivo e ciclicità agricola,** elementi che deprimono i multipli rispetto ai livelli tipici del software SaaS ad alta marginalità.

Per tale ragione, i multipli degli inoculanti microbiologici tendono a collocarsi sopra la chimica agricola più commoditized ma ben al di sotto dei livelli tipici del software SaaS. Il range ragionevole si costruisce combinando tre livelli di riferimento:

- **Livello base (prudente):** multipli AgTech mediani (EV/EBITDA ~10,8x; EV/Sales ~1,3x), da leggere come benchmark centrale di settore. Applicabili a operatori con marginalità non ancora strutturata.
- **Livello centrale / premium:** EV/EBITDA 12,0x–14,0x, che riflette i casi meglio posizionati per crescita, qualità del portafoglio prodotti, accesso alla distribuzione e credibilità scientifica. Multipli da deal biologicals diretti si collocano in questo intervallo.
- **Livello superiore (strategico):** EV/EBITDA 13,8x–15,3x, osservato nei mega-deal agricoli (BASF/Bayer). Utile come upper-end strategic benchmark, ma non trasferibile automaticamente a operatori specializzati di scala inferiore.

4.3. Margini medi di settore AgTech

Per integrare l'analisi dei multipli con un riferimento reddituale, è utile esaminare i margini operativi medi di settore, che consentono di valutare la coerenza tra la struttura economica di EGBV e i benchmark di mercato.

Due fonti indipendenti offrono indicazioni su questo piano:

- **NYU Stern – Operating and Net Margins by Sector:** riporta per il settore Farming/Agriculture un operating margin medio del 13,09%. Si tratta del riferimento più vicino per l'EBIT margin medio di settore (EBIT in percentuale sulle vendite). È un indicatore strutturale, non legato all'anno specifico.
- **CSI Market – Agricultural Production Industry (Q4 2024):** riporta un EBITDA margin annuale trailing di 5,83% e un operating margin annuale trailing di 3,05% al quarto trimestre 2024. Questo benchmark è più conservativo perché riflette un perimetro agricolo più ampio e meno tecnologico rispetto al sotto-segmento AgTech dei biologicals.

Nel leggere questi dati è necessario distinguere tre livelli di benchmark: (i) il comparto agricolo allargato (CSI Market), utile per una base prudenziale; (ii) l'AgTech quotato (Finerva), che riflette aspettative di crescita e qualità del business; (iii) i casi specifici di agricultural biologicals, in cui i margini possono divergere sensibilmente in funzione della maturità commerciale, dell'intensità di R&D, della scala produttiva e dell'efficacia agronomica dimostrata. Per società con formulati

proprietari, pricing power e mix prodotto ricco — come gli inoculanti microbiologici con registrazione SIAN e know-how di fermentazione — è ragionevole attendersi margini superiori alla media del comparto agricolo allargato.

Tabella 2b – Margini medi di settore: benchmark di riferimento

Fonte / Settore	EBITDA margin	Operating margin	Nota interpretativa
NYU Stern – Farming/Agriculture	n.d.	~13,1%	Operating margin medio strutturale; perimetro ampio
CSI Market – Agricultural Production (Q4 2024)	~5,8%	~3,1%	Trailing 12M; perimetro più commoditized – benchmark prudenziale
AgTech biological specialists (stima)	>10%	>7%	Stima ragionevole per operatori con IP, pricing power e formulati proprietari

Fonte: NYU Stern School of Business – Operating and Net Margins by Sector (2024); CSI Market – Agricultural Production Industry, Q4 2024.

5. Simulazione applicativa su EGBV

La tabella seguente riporta i valori impliciti del Ramo d'Azienda calcolati applicando i multipli di settore, sia nella versione comparabili diretti scontati del 50% (per le ragioni esposte al §6), sia nella versione mediana AgTech applicata direttamente ai dati consuntivi e previsionali.

Tabella 3 – Simulazione applicativa dei multipli su EGBV (rif. valutazione Ramo Azienda: €600.000)

Multiplo	Base applicata	Anno	Multiplo settore	Sconto	Multiplo scontato	EV implicito (€)	Vs val. patrimoniale
EV/Sales	Ricavi 2025 – consuntivo	2025A	3,0x	–50%	1,5x	€639.000	+7% vs €597K
EV/Sales	Ricavi 2026 – previsionali	2026P	3,0x	–50%	1,5x	€825.000	+38% vs €597K
EV/EBITDA	EBITDA 2025 – consuntivo	2025A	12,0x	–50%	6,0x	€347.000	–42% vs €597K
EV/EBITDA	EBITDA 2026 – previsionali	2026P	12,0x	–50%	6,0x	€606.000	+2% vs €597K
EV/Sales AgTech mediana	*Ricavi 2025*	*2025A*	*1,3x*	*–*	*1,3x*	*€554.000*	*–7% vs €597K*
EV/EBITDA AgTech mediana	*EBITDA 2026P*	*2026P*	*10,8x*	*–*	*10,8x*	*€1.091.000*	*+83% vs €597K*

Righe in corsivo (sfondo blu): applicazione diretta dei multipli mediani AgTech senza sconto aggiuntivo; righe standard: multipli da comparabili biologicals diretti scontati del 50%.

Valutazione patrimoniale di riferimento: €596.700 | Valutazione reddituale: €602.359 | Valore di riferimento €600.000.

6. Avvertenze metodologiche

L'utilizzo dei multipli da transazioni comparabili e dei multipli di settore a fini valutativi richiede alcune avvertenze fondamentali, particolarmente rilevanti nel caso in esame:

- **Disomogeneità dimensionale:** Le target identificate con multipli osservabili (Stoller, Biotrop, BASF/Bayer) sono player di scala molto superiore a EGBV, con ricavi compresi tra $175M e $2,0 miliardi. EGBV ha ricavi di circa €426K nel 2025. I multipli di società di grandi dimensioni incorporano premi per scala, diversificazione, profittabilità strutturata e liquidità che non sono presenti nel Ramo d'Azienda in esame.
- **Premio strategico incorporato:** Gli acquirenti delle transazioni identificate (Corteva, Syngenta, BioFirst, BASF) hanno corrisposto prezzi che riflettono premi strategici legati alla complementarità dei portafogli, all'integrazione di reti commerciali globali e all'accelerazione della crescita organica. Tali premi strategici non sono applicabili alla vendita di un ramo d'azienda nell'ambito di una procedura di liquidazione giudiziale.
- **Contesto procedurale:** La vendita avviene in un contesto di liquidazione giudiziale ex artt. 214 e 216 CCII, con procedure competitive predeterminate, senza possibilità di negoziazione bilaterale tipica delle operazioni M&A di mercato. Questo determina strutturalmente un abbattimento del prezzo di realizzo rispetto ai valori di mercato realizzati nelle transazioni aventi ad oggetti realtà in normali condizioni di going concern.
- **Motivazione dello sconto del 50%:** In ragione delle tre considerazioni sopra esposte, i multipli da transazioni comparabili diretti vengono applicati con uno sconto del 50%, ritenuto congruo a tenere conto delle differenze dimensionali, dei premi strategici e del contesto procedurale. I multipli AgTech mediani, già più contenuti, vengono applicati senza sconto aggiuntivo in quanto rappresentano già la fascia prudente del mercato.
- **Uso come metodologia di controllo:** L'analisi dei multipli è utilizzata come metodologia di controllo esterno, non come metodo autonomo di determinazione del valore. Il valore di riferimento per la procedura d'asta rimane quello determinato con i metodi principali: valutazione patrimoniale (perizia Prof. Trevisan, €596.700) e valutazione reddituale (attualizzazione redditi netti, €602.359), valutazione di riferimento individuata **€600.000**.

7. Conclusioni

L'attività di produzione di inoculanti microbiologici per uso agricolo va qualificata come AgTech, e più precisamente come segmento agricultural biologicals / biofertility. Non si tratta di SaaS né di chimica agricola tradizionale: il valore economico è legato principalmente a ricerca biologica applicata, produzione industriale, evidenza agronomica, IP sui ceppi e penetrazione commerciale nel mercato agricolo.

Sul piano dei multipli, i deal pubblici perfettamente comparabili con disclosure completa sono pochi. I benchmark transazionali direttamente osservabili suggeriscono che asset agricoli strategici possono raggiungere 13,8x–15,3x EV/EBITDA (deal BASF/Bayer), mentre il riferimento di settore più

prudente per l'AgTech quotato — basato sul report Finerva su 25 società, Q4 2024 — indica una mediana di circa 10,8x EV/EBITDA e 1,3x EV/Sales.

A fini interpretativi, il valore mediano EV/EBITDA di 10,8x può essere letto come benchmark centrale di settore, mentre l'intervallo che porta verso 13x–14x riflette i casi meglio posizionati per crescita, qualità del portafoglio prodotti, accesso alla distribuzione e credibilità scientifica. I valori di 13,8x–15,3x restano utili come upper-end strategic benchmark, ma non dovrebbero essere trasferiti automaticamente a operatori specializzati di scala inferiore.

La simulazione applicativa su EGBV mostra che il range di valori impliciti ottenuto con i diversi approcci — multipli comparabili scontati del 50% (€347K–€825K) e multipli AgTech mediani diretti (€554K con EV/Sales 1,3x) — è coerente con e a supporto del valore di riferimento determinato con i metodi principali.

Si conferma pertanto che il valore di riferimento individuato di €600.00 (derivante dal confronto tra valutazione patrimoniale €596.700 e valutazione reddituale €602.359) è coerente con i benchmark di settore AgTech e supportato dall'analisi delle transazioni comparabili, pur tenendo conto della significativa differenza dimensionale rispetto alle target di riferimento.

Milano, 3 giugno 2026



Dr. Ernesto Rossi