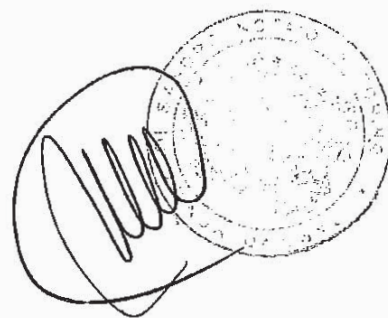


Relazione di stima del valore delle azioni della
Banca Sella Holding Spa al 31 dicembre 2019

A large, stylized handwritten signature in black ink, oriented vertically on the right side of the page.

INDICE

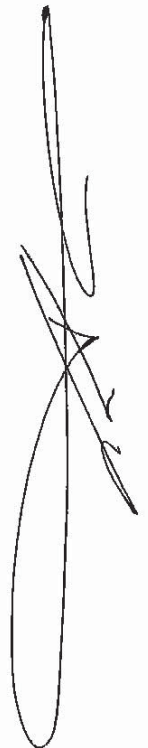
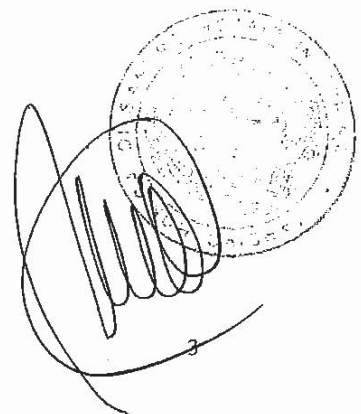
1) <u>Motivo, oggetto e natura dell'incarico</u>	3
2) <u>Data di riferimento</u>	4
3) <u>Oggetto della valutazione</u>	4
3.1 Banca Sella Holding	4
4) <u>Documentazione utilizzata</u>	7
5) <u>Ipotesi e limiti</u>	8
6) <u>Note metodologiche</u>	9
7) <u>Breve cenno sui metodi utilizzabili</u>	11
8) <u>Procedimento di valutazione adottato</u>	24
8.1 Considerazioni generali	24
8.2 Considerazioni ai fini della scelta del metodo di valutazione	25
8.3 Ulteriori considerazioni	26
8.3.1 La determinazione delle valutazioni delle singole unità di business	26
8.3.2. Tassi di attualizzazione - Ke	27
8.3.3. Tassi di attualizzazione - Wacc	30
9) <u>La valutazione di BSH</u>	31
9.1 Identificazione del Patrimonio Netto contabile ..	33
9.1.1 Rettifiche al Patrimonio Netto contabile	33
9.1.2 Calcolo della eventuale fiscalità sulle riserve in sospensione	33
9.1.3 Calcolo del Patrimonio Netto Rettificato	33
9.2 Calcolo del fair value delle partecipazioni	33
9.2.1 Banca Sella	33
9.2.2 Sella personal Credit	38
9.2.3 Sella Leasing	39
9.2.4 Centrico	40
9.2.5 Banca Patrimoni Sella	43
9.2.6 Sella SGR	47
9.2.7 Fabrik	48
9.2.8 ILMS	56
9.2.9 Finanziaria 2010	57
9.2.10 Altre partecipazioni	57
9.3. Ulteriori rettifiche al Patrimonio Netto Rettificato	58
9.3.1 Determinazione plus/minusvalenze su partecipazioni	58
9.3.2 Valutazione attività di holding	58
10) <u>Conclusioni</u>	59

1) Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Il sottoscritto dottor Gianluca Ferrero nato a Torino (TO) il 07.12.1963, con studio in Torino in Via A. Vespucci n.15, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino al n. 1021 e nel registro dei Revisori Contabili al n. 23492, ha ricevuto l'incarico di redigere una relazione giurata di stima per determinare il valore delle azioni della Banca Sella Holding S.p.A. (BSH) alla data del 31/12/2019.

La presente relazione giurata di stima aggiorna il valore delle azioni, già determinato nelle perizie giurate effettuate con cadenza semestrale dal 31/12/2012 al 31/12/2019.

La presente relazione è stata redatta ad uso esclusivo del Consiglio di Amministrazione di BSH e non è destinata ad avere libera circolazione, ma deve intendersi riservata alla parte committente, per le finalità per cui la stessa è stata preparata; pertanto, non potrà essere distribuita a terze parti senza la preventiva autorizzazione scritta, fatto salvo per quanto necessario ai fini degli adempimenti connessi all'incarico ricevuto.

A large, stylized handwritten signature in black ink, oriented vertically on the right side of the page.A handwritten signature in black ink, located at the bottom right of the page, overlapping a circular official stamp. The stamp contains text that is partially obscured by the signature.

2) Data di riferimento

La data di riferimento della presente perizia è al 31.12.2019.

3) Oggetto della valutazione

Oggetto della perizia è la determinazione del valore delle azioni della BSH società Holding capogruppo del Gruppo Bancario Banca Sella

3.1 Banca Sella Holding

I riferimenti essenziali di BSH sono i seguenti:

Sede: Biella - Piazza Gaudenzio Sella n.1

Codice ABI: 3311

Iscrizione alla CCIAA di Biella: numero 01709430027

Consiglio di Amministrazione:

Presidente: Maurizio Sella

Vice Presidenti: Sebastiano Sella, Giacomo Sella

Amministratore Delegato e Direttore Generale: Pietro Sella

Consiglieri: Francesca Arnaboldi, Mario Bonzano, Franco Cavalieri, Massimo Condinanzi, Jean Paul Fitoussi, Giovanna Nicodano, Giovanni Petrella, Ernesto Rizzetti, Caterina Sella.

Collegio Sindacale

Presidente: Pierluigi Benigno

Sindaci Effettivi: Gianluca Cinti, Daniele Frè

Sindaci Supplenti: Riccardo Foglia Taverna, Pierangelo Ogliaro

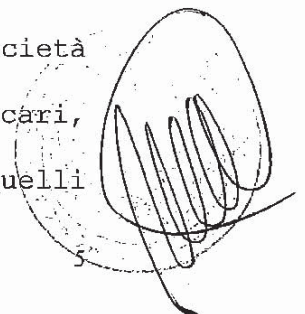
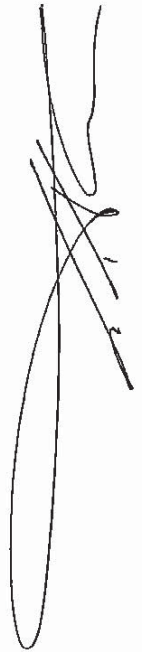
Società di Revisione Contabile:

KPMG Spa.

Oggetto sociale: la raccolta del risparmio e l'esercizio del credito nelle sue varie forme in Italia e all'estero. La Società, nella sua qualità di capogruppo del gruppo bancario denominato "Gruppo Banca Sella", ai sensi dell'articolo 61, comma 4, del decreto legislativo n. 385/93 (Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia), emana, nell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, disposizioni alle componenti il Gruppo per l'esecuzione delle istruzioni impartite dalla Banca d'Italia nell'interesse della stabilità del Gruppo; essa provvede, altresì, alla definizione del disegno imprenditoriale unitario, verificandone l'attuazione presso ciascuna componente, ed assicura la coerenza complessiva dell'assetto di governo del Gruppo.

Le attività che costituiscono altresì l'oggetto sociale sono il finanziamento ed il coordinamento tecnico, operativo e finanziario delle società od enti nei quali partecipa.

La Società può inoltre erogare in outsourcing servizi bancari, finanziari e di intermediazione, nonché a questi connessi o strumentali. Con l'osservanza delle disposizioni vigenti e previo ottenimento delle prescritte autorizzazioni, ove occorranza, la Società può compiere tutte le operazioni ed i servizi bancari, finanziari e di intermediazione consentiti, quelli



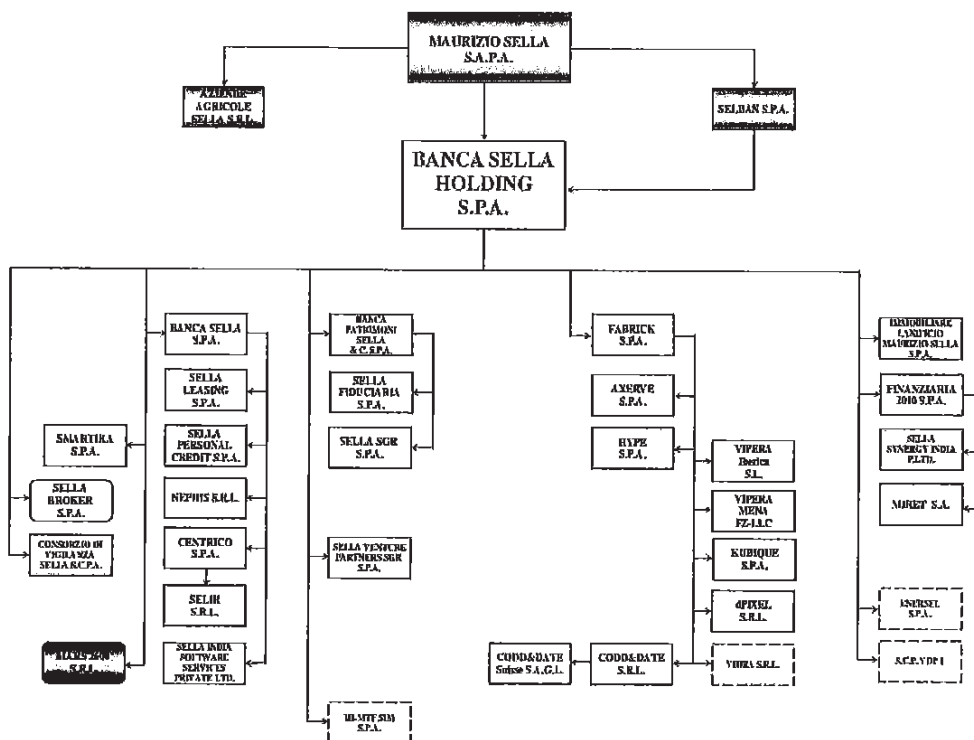
previsti fra le attività ammesse al beneficio del mutuo riconoscimento, nonché ogni altra attività connessa o strumentale alla realizzazione dell'oggetto sociale, con la tradizionale esclusione tuttavia di ogni operazione meramente aleatoria.

Durata: 31 dicembre 2075.

Capitale sociale: euro 107.311.312,00 interamente sottoscritto e versato, e rappresentato da n. 214.622.624 azioni del valore nominale di euro 0,50 (zero virgola cinquanta) ciascuna in circolazione, non detenendo la Società alla data della valutazione azioni proprie in portafoglio.

Schema societario:

MAPPA DEL GRUPPO SELLA



4) Documentazione utilizzata

Per lo svolgimento dell'incarico e la redazione della perizia lo scrivente ha effettuato diversi incontri con la funzione Corporate & Investment Banking e con la funzione Amministrazione del Gruppo Sella, con i quali sono state esaminate le varie metodologie di valutazione, determinati i multipli ed i parametri finanziari utilizzati ed ha acquisito ed esaminato i seguenti elementi contabili ed informativi:

- Statuto sociale vigente di BSH;
- Bilancio separato e consolidato di BSH al 31.12.2019;
- Bilanci al 31.12.2019 e previsioni economico/patrimoniali 2020/2023 delle società controllate da BSH che includono gli effetti rinvenienti dallo scenario macroeconomico impattato dal COVID 19 e delle connesse azioni di mitigazione così come esaminati in maniera consolidata nel corso della riunione del Consiglio di Amministrazione di BSH nel luglio 2020;
- Test di impairment;
- Raccomandazione della Banca d'Italia (luglio 2020) relative al non pagamento dei dividendi relativamente agli esercizi 2019/2020.

Nella predisposizione della perizia lo scrivente ha assunto che:

A circular stamp, likely an official seal, is partially visible. Overlaid on it is a large, stylized handwritten signature in black ink.

- tutte le informazioni, i dati, le dichiarazioni e le relazioni di natura finanziaria o di altra natura forniti, analizzati e discussi con lo scrivente, dal management di BSH Spa siano veri e completi, senza alcuna verifica, accertamento e/o analisi indipendente da parte dello scrivente;
- le previsioni economico-patrimoniali siano state formulate secondo ragionevolezza sulla base delle migliori stime e opinioni ad oggi a disposizione del management delle società del Gruppo BSH;
- nessuna informazione rilevante sia stata omessa o non sia stata fornita.

5) Ipotesi e limiti

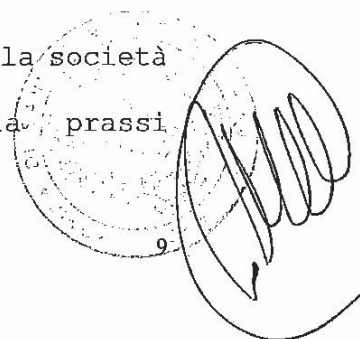
Il lavoro commissionato e le conclusioni raggiunte devono essere interpretate alla luce delle seguenti assunzioni e limitazioni:

- la BSH è stata valutata in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di direzione e gestione e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili, non tenendo conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria (ad es. ulteriori nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e di scenari politici e sociali, ecc.);

- l'incarico ha considerato, fra l'altro, le risultanze esposte nel bilancio separato e consolidato al 31.12.2019 e lo scrivente non è venuto a conoscenza di eventi significativi accaduti successivamente a tale data che possano avere un impatto sulla società, oltre a quanto riportato nei suddetti documenti;
- tutte le informazioni necessarie per lo svolgimento dell'incarico sono state ricavate dalla documentazione ricevuta da BSH; il perito, pertanto, non può rispondere della veridicità e completezza delle informazioni utilizzate per la valutazione della Società in questione, avendo lo stesso proceduto unicamente ad un'analisi di ragionevolezza delle principali ipotesi sottostanti alle informazioni fornite;
- l'incarico non ha contemplato lo svolgimento di alcuna procedura di revisione contabile né la verifica dell'esistenza di potenziali passività non registrate di natura fiscale, legale, previdenziale o di altro genere;
- le tabelle incluse nella presente relazione possono contenere arrotondamenti di importi; eventuali incongruenze e difformità tra i dati riportati nelle diverse tabelle sono conseguenza di tali arrotondamenti.

6) Note metodologiche

I criteri di valutazione del capitale economico della società sviluppati dalla dottrina e condivisi dalla prassi



consolidata esprimono generalmente alcune caratteristiche comuni di rilievo:

- **razionalità**, nel seguire un processo logico rigoroso e condivisibile;
- **dimostrabilità**, nell'individuare le grandezze sottostanti al processo valutativo in funzione del grado di probabilità nella loro futura manifestazione, onde attribuire loro sostanziale credibilità;
- **neutralità**, nell'evitare scelte arbitrarie e soggettive in grado di condizionare immotivatamente i risultati della stima;
- **stabilità**, nell'escludere eventi provvisori, eccezionali o comunque non ripetibili.

La dottrina e la prassi professionale hanno elaborato vari metodi di stima che presentano, talvolta in misura diversa, le predette caratteristiche:

- Criteri del costo: fondati sull'ipotesi che un investitore attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o riproduzione). Sono di norma applicati mediante l'utilizzo di metodi patrimoniali.
- Criteri dei flussi: identificano il valore del capitale in funzione dei benefici futuri. I metodi finanziari stimano tali benefici sui flussi di cassa che una società/azienda è in grado di generare in futuro mentre i metodi reddituali ne stimano il valore in funzione della

redditività che la stessa è in grado di generare in futuro.

- Criteri misti: prendono in considerazione nella valutazione sia gli elementi patrimoniali che reddituali. Il valore è pari al patrimonio netto a valore corrente rettificato per tenere conto della effettiva capacità di remunerare adeguatamente il capitale.

In generale, dottrina e prassi assumono che nella valutazione del capitale economico non esista una tecnica valida in assoluto, ma metodologie diverse in relazione alla finalità della stima (operazioni di finanza straordinaria, di acquisizione o di cessione azienda ecc...) o alla tipologia dell'impresa/società oggetto di valutazione (industriale, commerciale, assicurativa, bancaria ecc...). In particolare, le tecniche normalmente utilizzate prendono a riferimento gli elementi qualitativi e quantitativi tipici dell'operatività, dell'organizzazione, della clientela, della struttura patrimoniale, del profilo di rischio e della redditività sostenibile delle società oggetto di analisi.

7) Breve cenno sui metodi utilizzabili

I principali e più accreditati metodi di valutazione sono di seguito sinteticamente illustrati al fine di una migliore comprensione dei calcoli e ragionamenti che seguiranno.

Metodo Patrimoniale

Il metodo patrimoniale consente di giungere alla valutazione del capitale economico della società tramite la

riespressione a valori correnti di tutti gli elementi attivi e passivi del patrimonio aziendale.

Tale metodo, ha il pregio di consentire una stima oggettiva e riscontrabile del patrimonio, ed il limite di non cogliere il valore del complesso aziendale nell'ipotesi di continuità del suo funzionamento.

Metodo Reddituale

Il metodo reddituale fonda il proprio presupposto sulla capacità di una società di generare un flusso reddituale riproducibile nel futuro. Il valore del capitale economico (W) viene dunque stimato, sul piano quantitativo, come funzione del reddito atteso (R).

Tre sono le grandezze da stimare il reddito medio atteso, l'orizzonte temporale, il tasso di attualizzazione.

Per ciò che riguarda l'orizzonte temporale di riferimento entro il quale si stima che la società sia in grado di produrre reddito, è possibile ricorrere alla durata indefinita.

In questo caso il valore della società (W) equivale al valore attuale di una rendita perpetua di rata costante (R), calcolata al tasso (i), determinato in base alla seguente formula:

$$\text{VALORE ATTUALE DEL REDDITO PERPETUO: } W=R/I$$

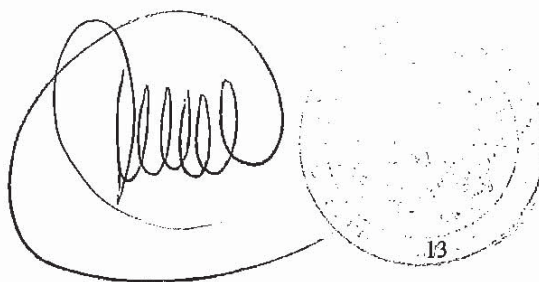
Il reddito medio atteso è quello prospettico che si ritiene la società sia stabilmente in grado di produrre, depurato dalle componenti straordinarie non ripetibili e comunque

estranee alla gestione. E' calcolato, con riferimento a condizioni normali di svolgimento della gestione e, in particolare, a condizioni di indebitamento regolari non eccezionali ridistribuendo nel tempo le componenti straordinarie (plusvalenze e minusvalenze patrimoniali, rettifiche di costi e ricavi di precedenti esercizi, ecc.) ed al netto degli oneri tributari che gravano seppure potenzialmente su di esso.

Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) ed una adeguata remunerazione del rischio supportato.

In particolare il tasso relativo agli impieghi di capitale a rischio nullo è determinato sostanzialmente con riferimento a titoli di debito pubblico a scadenza non breve; La maggiorazione del tasso di puro interesse a titolo di premio per il rischio di impresa è commisurata all'intensità del rischio generale d'impresa gravante sul capitale proprio.

Il metodo reddituale, come tutti quelli basati sui flussi, trova un limite nell'aleatorietà delle stime sulle future capacità reddituali dell'impresa.



A handwritten signature in dark ink is written over a circular stamp. The stamp contains some illegible text and a date. The number 13 is visible at the bottom of the stamp.

Metodo Misto Patrimoniale e Reddittuale con stima autonoma dell'Avviamento

Questo metodo, che attua una sorta di mediazione tra i pregi e i difetti dei criteri patrimoniali e reddituali, consente di considerare, nel processo valutativo, tanto le prospettive di reddito della società quanto l'effettiva consistenza patrimoniale.

Il medesimo prevede, in concreto, la determinazione del valore del patrimonio netto della società, mediante la verifica della consistenza delle attività investite in azienda, al netto delle corrispondenti passività, cui si aggiunge l'avviamento che rettificherà in aumento (goodwill) o in diminuzione (badwill) il predetto valore patrimoniale. L'avviamento rappresenta, in sostanza, la capacità che viene riconosciuta all'azienda di generare redditi futuri in grado di remunerare il capitale investito in misura maggiore (o minore) rispetto al rendimento offerto da investimenti alternativi.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$W = K + (R - iK) a_n \quad (1)$$

dove:

W = valore del capitale economico dell'azienda;

K = valore del patrimonio netto rettificato espresso a valori correnti;

R = reddito medio "normalizzato" prospettico;

i = tasso di remunerazione normale del capitale;

$a_n \cdot i'$ = fattore di attualizzazione per il calcolo di una rendita della durata di n anni al tasso i' ;

n = numero degli anni per il quale viene stimato il sovra reddito;

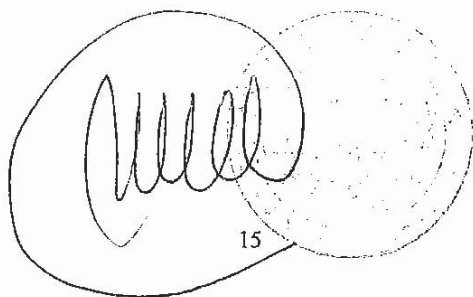
i' = tasso di attualizzazione.

Il Metodo Patrimoniale Complesso con Aggiustamento Reddituale («PNC AR»)

Con questo metodo si stima il valore della società come somma dei seguenti elementi di valore:

- Patrimonio Netto Rettificato ("PNR"): PN individuale alla data di riferimento della valutazione rettificato di eventuali plusvalenze patrimoniali ovvero delle differenze riscontrabili tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo calcolati con criteri pertinenti (valorizzazione di mercato) e i corrispondenti valori di carico.
- Avviamento: stimato valorizzando talune grandezze economiche (es. margine di intermediazione o finanziario, masse intermedie e/o raccolta globale, marchi ecc) mediante coefficienti di mercato desunti da transazioni di borsa o di operazioni di acquisto.
- Aggiustamento reddituale: sovra/sotto rendimento della società oggetto di analisi rispetto a quella attesa dal mercato.

Di seguito si riporta la formula standard:



15

$$\text{Equity Value} = (\text{PNR} + \text{Avv.}) + [\text{R} - (\text{PNR} + \text{Avv.}) \times r] \times \text{an-r}$$

Dove:

PNR: Patrimonio Netto Rettificato;

Avv.: Avviamento, calcolato applicando coefficienti di mercato a grandezze economiche fondamentali (ad esempio, masse intermedie, raccolta globale, margine finanziario, etc.);

R: Reddito normalizzato, stimato generalmente su un arco temporale pluriennale;

r: Tasso di remunerazione del capitale deflazionato;

an-r: Valore attuale di una rendita per un numero di anni definito. Generalmente viene considerato un arco temporale compreso tra 3 e 5 anni. Il tasso di attualizzazione è pari al tasso di remunerazione del capitale deflazionato.

Metodo Finanziario

Il metodo finanziario è basato sull'assunto che il valore di una società sia pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa generati in futuro.

Esso, di cui nella pratica esistono numerose varianti, è spesso presentato come il procedimento di determinazione del capitale potenziale della società oggetto di stima più aderente ai requisiti di razionalità, obiettività e generalità che sono richiesti dalle formule valutative.

- Discounted Cash Flow (DCF)

L'applicazione del metodo finanziario, nella sua formulazione Discounted Cash Flow (DCF) prevede che il valore del capitale economico di una società sia pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che essa genererà in futuro, al netto della posizione finanziaria netta alla data di valutazione.

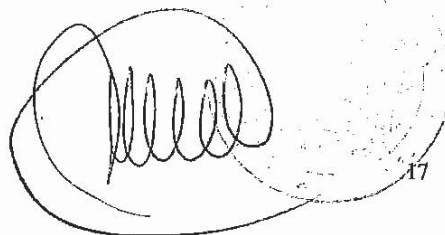
La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$\text{Equity Value} = \sum_{i=1}^n \frac{UFCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^n} - PFN \quad TV = \frac{UFCF_n(1+g)}{WACC - g}$$

- I flussi di cassa operativi che la società sarà in grado di generare entro l'orizzonte di previsione ("UFCF") sono così calcolati sulla base del seguente schema:

Calcolo UFCF	
+	EBIT
-	Imposte figurative sull'EBIT
=	NOPAT
+	Ammortamenti e accantonamenti
+/-	Variazione CCN
-	Investimenti operativi
+	Disinvestimenti operativi
=	Flusso di cassa della gestione operativa

- EBIT previsto a piano (eventuali dividendi percepiti da società partecipate non rientrano in questo aggregato reddituale);
- Imposte figurative calcolate considerando l'EBIT come base imponibile e l'aliquota fiscale tempo per tempo vigente;



Handwritten signature and a circular stamp.

- Ammortamenti e accantonamenti a piano (al netto di eventuali riprese);
- Variazione Capitale Circolante Netto (CCN): differenza tra attività correnti e passività correnti;
- Investimenti e disinvestimenti a piano.
- Il Terminal Value («TV»), ovvero il valore operativo dell'azienda al termine dell'orizzonte temporale esplicito del piano/budget, è calcolato, con la formula di Gordon sopra riportata, sulla base del flusso distribuibile al termine del periodo di piano, a cui viene applicato un tasso di crescita («g») pari al tasso di inflazione di lungo periodo per il paese in cui ha sede la società.
- Il tasso di attualizzazione è stimato pari al costo medio ponderato del capitale («WACC») della società.
- L'Enterprise Value (somma di UFCF e TV attualizzati) viene infine rettificato della posizione finanziaria netta («PFN») alla data di riferimento della valutazione, ottenendo così l'Equity Value.

Tale metodo si è affermato nella prassi come uno dei principali metodi utilizzati.

- Dividend Discount Model (DDM)

L'applicazione del metodo finanziario, nella sua formulazione Dividend Discount Model (DDM) valorizza la capacità prospettica delle società di generare utili

distribuibili nel rispetto dei vincoli patrimoniali regolamentari.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

$$Equity\ value = \sum_{i=1}^n Y_i / (1 + Ke)^i + TV / (1 + Ke)^n \qquad TV = \frac{Y_n(1 + g)}{Ke - g}$$

- Gli utili netti nel periodo di previsione esplicita sono calcolati sulla base dei piani delle società.
- Gli utili netti sono rettificati per tenere in considerazione il rendimento della liquidità distribuita nel modello.
- La dotazione patrimoniale iniziale è pari al patrimonio di vigilanza alla data di riferimento della valutazione.
- Le attività ponderate per il rischio (RWA) sono calcolate sulla base delle previsioni a piano.
- Il Cet 1 ratio target per il calcolo dei requisiti regolamentari è calcolato tenendo in considerazione le disposizioni di vigilanza vigenti.
- Eventuali partecipazioni possedute dalla società oggetto di valutazione vengono valutate separatamente. Per depurare i flussi distribuibili («Yi») dal valore di tali partecipazioni vengono sottratti i dividendi netti infragruppo dagli utili netti a piano.
- Il Terminal Value («TV»), ovvero il valore operativo dell'azienda al termine dell'orizzonte temporale esplicito del piano, è calcolato, con la formula di

Gordon sopra riportata, sulla base del flusso distribuibile al termine del periodo di piano («Yn»), a cui viene applicato un tasso di crescita («g») pari al tasso di inflazione di lungo periodo per il paese in cui ha sede la società.

Il tasso di attualizzazione è stimato pari al K_e

Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale si fonda sul principio di valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale della società.

Si perviene, pertanto, al calcolo del valore corrente del patrimonio netto attraverso l'attribuzione ai singoli elementi attivi, componenti il capitale della società, del loro valore corrente e detraendo da tale valore complessivo il valore degli elementi passivi.

La particolarità di questo metodo consiste nella espressione, a valori correnti di mercato e di stima, degli elementi attivi non monetari e nella conseguente determinazione di eventuali minusvalenze e plusvalenze al netto dell'effetto fiscale.

- Metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice, di facile applicazione pratica, consente di valutare la Società esprimendo le poste attive e passive di bilancio, da valori contabili in valori correnti.

- Metodo patrimoniale complesso

Questa metodologia valutativa si discosta da quella appena esaminata per il fatto che vengono inoltre stimate le grandezze immateriali di durata ultrannuale (quali ad esempio: marchi, brevetti, diritti d'autore) la cui cessione possa avvenire anche separatamente rispetto agli altri beni e pure se non siano state inserite in contabilità.

Altri metodi

La pratica professionale ha sviluppato anche diversi altri metodi valutativi di cui taluni fondati su indicatori di performance.

- Excess Return

E' un metodo misto utilizzato per la valutazione di società di piccole dimensione operative nel settore finanziario, che stima il valore della società sommando al patrimonio necessario per il suo funzionamento ("Patrimonio di Funzionamento" o "PF") l'attualizzazione degli utili prospettici rettificati del costo del PF (c.d. "Excess Return" o "ER"). Al valore così ottenuto vengono sommati:

- il Terminal Value ("TV"), valorizzato in base alla perpetuity dell'ER atteso oltre l'orizzonte di piano incrementato in base a un tasso di crescita nominale perpetuo degli utili ("g") pari al tasso di inflazione di lungo periodo per il paese in cui ha sede la società;
- l'eventuale PNR eccedentario rispetto al PF.

Di seguito si riporta la formula generale di riferimento:

$$\text{Equity Value} = \text{PNR} + (a_n - K_e \text{ UN} - K_e * \text{PF}) + \text{TV} / (1 + K_e)^n$$

$$\text{TV} = \frac{ER_n(1+g)}{K_e - g}$$

- Il PF e il payout ratio a piano sono stimati in base alle indicazioni fornite dai manager della società.
- Gli Excess Return entro l'orizzonte di previsione esplicito sono calcolati come differenza tra gli utili netti presenti nei piani approvati («UN») e il rendimento normale del PF («Ke*PF»), calcolato sulla base del Ke. Gli Excess Return sono rettificati per tenere in considerazione il rendimento della liquidità, calcolata come differenza tra PN a piano e il PF.
- Il Terminal Value («TV») è calcolato, con la formula di Gordon sopra riportata, sulla base dell'Excess Return al termine del periodo di piano, a cui viene applicato un tasso di crescita («g») pari al tasso di inflazione di lungo periodo per il paese in cui ha sede la società.
- Il tasso di attualizzazione è pari al Ke della società.
- Metodo dei Moltiplicatori

Il metodo dei moltiplicatori empirici perviene alla valutazione dell'azienda mediante l'applicazione di moltiplicatori su indici riferibili ad aziende similari a quella oggetto di stima (es: P/E = Price Earning, cioè l'utile per azione; P/CF = rapporto prezzo/Cash Flow; P/BV = Price/Book Value, cioè il rapporto tra il prezzo ed il valore contabile ecc.).

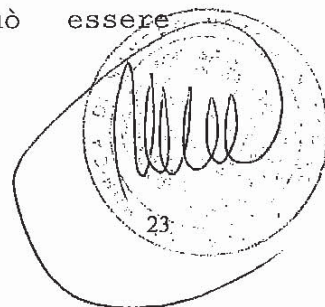
Due sono le principali metodologie valutative, l'una basata sui cosiddetti moltiplicatori di borsa, l'altra sulle transazioni comparabili.

- Somma delle parti (SOP)

La valutazione dei gruppi e, più in generale, delle società multibusiness può essere effettuata attraverso una valutazione per somma di parti (Sum of Parts, conosciuta anche con l'acronimo SoP), in quanto le singole aree di attività si caratterizzano spesso per profili di rischio e prospettive di crescita molto diverse.

Il metodo SoP prevede la valutazione di ciascuna entità aziendale (rami di azienda, partecipazioni e immobili), evidenziandone il contributo alla valorizzazione complessiva. Il metodo viene solitamente applicato per la valutazione di holding di partecipazioni che operano in una molteplicità di business. In particolare, per la valutazione di holding di partecipazioni e gruppi societari si procede rettificando il PN individuale di eventuali plusvalenze patrimoniali ovvero delle differenze riscontrabili tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo calcolati con criteri pertinenti (valorizzazione di mercato) e i corrispondenti valori di carico.

Qualora la società svolga un'attività di direzione e coordinamento delle società partecipate, può essere opportuno applicare una rettifica reddituale.



8) Procedimento di valutazione adottato

8.1 Considerazioni generali

Le precedenti valutazioni (dal 2013 al 2018 con cadenza semestrale) sono state effettuate utilizzando a livello consolidato il metodo patrimoniale complesso con aggiustamento reddituale (PNC AR) determinando il valore della società pari alla somma di:

- patrimonio netto consolidato;
- avviamento stimato valorizzando due grandezze economiche (raccolta globale e margine finanziario e in passato anche assicurativo);
- aggiustamento reddituale: sopra/sotto rendimento della società rispetto a quello atteso dal mercato.

Preso atto che il Gruppo BSH ha di recente iniziato una diversificazione nel settore delle cosiddette "Fintech" mediante l'inserimento nel Gruppo di numerose società non finanziarie, ma attive nei settori della gestione dei sistemi di pagamento e dell'innovazione tecnologica, la metodologia fino ad oggi utilizzata non consentiva più di cogliere appieno il valore creato all'interno del Gruppo dalle società non finanziarie.

Si è pertanto ritenuto di utilizzare, a far data dalla presente valutazione, un metodo che potesse meglio cogliere tutte le diverse componenti del Gruppo BSH, società finanziarie, società di servizi finanziari, società di

gestione del risparmio, e società attive nel settore della cosiddetta "Fintech" (progettazione per servizi finanziari, creazione di app soluzioni software...)

In relazione alle finalità sottese alla presente valutazione e considerata la diversificazione in corso si utilizzerà come metodo valutativo quello della Somma delle Parti («SoP») valutando autonomamente ogni singola unità di business, valorizzando il peso contributivo di ogni controllata, e quindi della relativa area di business, sulla valorizzazione complessiva.

8.2 Considerazioni ai fini della scelta del metodo di valutazione

Il metodo della somma delle parti consente di combinare diverse metodologie nella valutazione complessiva del gruppo.

Nel caso di specie verrà utilizzato l'approccio analitico che prevede un procedimento articolato in quattro parti:

- individuazione delle attività rilevanti della banca e dei valori patrimoniali a esse afferenti;
- la previsione dei risultati per ciascuna area;
- identificazione del capitale allocato alle singole aree;
- selezione dei metodi più adeguati ai fini della stima del valore di ciascuna area.

Il valore del gruppo è così la risultante della somma dei valori economici delle singole aree.

Il metodo SoP, pertanto, stima che il valore della società sia pari al patrimonio netto posseduto rettificato di eventuali plusvalenze patrimoniali ovvero delle differenze riscontrabili tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo calcolati con criteri pertinenti (valorizzazione di mercato) e i corrispondenti valori di carico. Svolgendo BSH un'attività di direzione e coordinamento delle società partecipate, è applicata una rettifica reddituale, calcolata come perpetuity dell'utile normalizzato, stimato pari all'utile/perdita media al netto degli eventi straordinari e dei dividendi distribuiti dalle società partecipate calcolata prendendo in considerazione dati storici e prospettici.

8.3 Ulteriori considerazioni

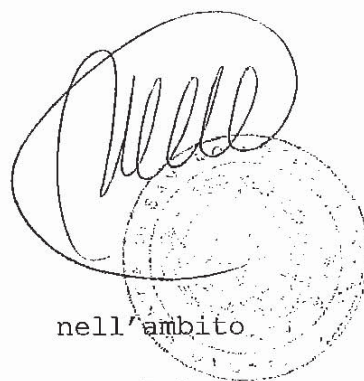
8.3.1 La determinazione delle valutazioni delle singole unità di business

Nella successiva tabella si riporta l'elenco dei metodi valutativi che sono stati utilizzati per valutare le singole aree di business:

Metodi Utilizzati	
Società	Metodo
Banca Sella	Media tra DDM (50%) e Valore di Mercato (50%)
Sella Personal Credit	DDM
Sella Leasing	DDM
Centrico	DCF
Banca Patrimoni Sella	Media tra DDM (75%) e PNC AR (25%)
Sella Fiduciaria	Excess return
Sella SGR	DDM
Fabrick	SoP
Axerve	DCF
Hype	DDM
Platform FBK	DCF
Vipera Iberica	DCF
Kubique	DCF
Sella Ventures SGR	DDM
Sella Broker	Excess return
Smartika	DDM
Nephis	Reddituale semplice



- Patrimonio Netto Rettificato (PNR)
- Patrimoniale Complesso con Aggiustamento Reddituale (PNC AR)
- Dividend Discount Model (DDM)
- Discounted Cash Flow (DCF)



8.3.2 Tasso di attualizzazione - K_e

Per determinare il K_e utilizzato nell'ambito dell'applicazione dei metodi valutativi DDM, e Excess Return uno dei metodi più accreditati dalla dottrina e dalla prassi

professionale è il Capital Asset Pricing Model (CAPM), determinato sommando al rendimento degli investimenti ritenuti privi di rischio un premio per il rischio moltiplicato per il coefficiente di rischiosità beta (systematic risk) relativo all'attuale rischio "non eliminabile".

Sono quindi state effettuate le seguenti stime delle variabili in questione:

Il Base rate (Br) corrisponde al rendimento di un investimento privo di rischio, normalmente espresso dai titoli di Stato italiani a lungo termine e solitamente pari al rendimento medio lordo dei BTP decennali, è pari al valore medio dei BTP decennali nell'intervallo di tempo di 12 mesi (periodo 30/04/2019 - 30/04/2020), pari al 1,4% per l'Italia e 4,47% per la Romania (fonte: Bloomberg).

Il Premio per il rischio (MRP) di mercato è il premio richiesto sugli investimenti azionari, in termini di differenziale di rendimento rispetto agli investimenti privi di rischio. La differenza tra il rendimento di un portafoglio diversificato composto da tutti gli investimenti rischiosi disponibili sul mercato e il rendimento di un titolo privo di rischio è stato assunto pari al 5,83% ossia la media degli ultimi 3 mesi (marzo/maggio 2020) del tasso ERP a 12 mesi (fonte: Damodaran).

Il coefficiente Beta (β) esprime la correlazione tra il rendimento effettivo di azioni di società comparabili ed il

rendimento complessivo del mercato di riferimento, misurando la volatilità del titolo rispetto al portafoglio di mercato. Per le società che esercitano attività bancaria è stato stimato sulla base di un campione di società comparabili ed è pari a 0,90 (fonte: Bloomberg), per le altre società oscilla dal 0,90 al 1,14.

Il costo del capitale (K_e) risulta, quindi, dalla seguente formula:

$$K_e = B_r + \beta \times MRP$$

Considerato il peso che assumono nei metodi prospettici le previsioni, il tasso K_e è incrementato con addendum per il rischio, suddiviso in Execution risk e Size risk, così calcolato:

1) Execution risk:

a) Scostamento piano: si applica un addendum al K_e base considerando il rispetto dei dati previsionali storicamente registrato dalle singole società:

- +1% se lo scostamento medio è compreso tra 20% e 30% e trattasi di società senza track record;
- +2% se lo scostamento medio del piano è superiore al 40%.

b) Durata piano:

- +1% se la durata del piano considerato è >3 anni

c) Andamento quote di mercato: l'andamento delle quote di mercato («QdM») si ritiene un parametro significativo

per il calcolo dell'execution risk, in quanto è solitamente correlato direttamente all'andamento economico della società e alle sue prospettive di crescita.

Si incrementa l'execution risk solo in caso di trend negativo delle quote di mercato.

Considerata la crescita delle QdM registrata nell'ultimo triennio da parte di tutte le società monitorate, non si è ritenuto di applicare maggiorazioni all'execution risk.

d) Altri fattori di rischio (e.g. piano in fase di revisione, operazioni straordinarie in corso).

2) Size risk

Maggiorazione del Ke base +1,5% se fatturato/MINTR <€5mln.

8.3.3 Tasso di attualizzazione - WACC

Il tasso di attualizzazione utilizzato nell'ambito dell'applicazione del metodo DCF è pari al Costo medio ponderato del Capitale («WACC») delle società oggetto di valutazione, che viene calcolato, secondo le più diffuse prassi di mercato, sulla base della seguente formula:

$$WACC = Ke \frac{E}{D + E} + Kd \frac{D}{D + E} (1 - t)$$

Dove:

Ke: rendimento atteso del capitale proprio, calcolato come illustrato nel precedente capitolo;

$E/(D+E)$: rapporto tra capitale proprio e totale capitale investito, calcolato prendendo in considerazione il dato medio di un panel di società quotate comparabili (Fonte: Bloomberg);

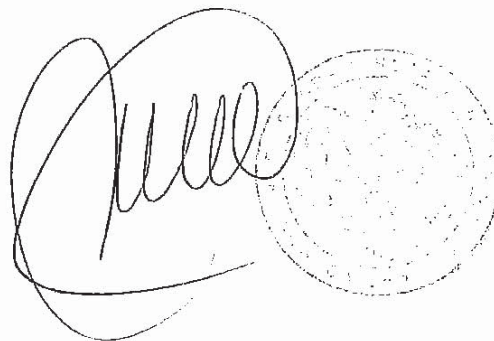
$D/(D+E)$: rapporto tra capitale di debito e totale capitale investito;

Kd: costo del debito finanziario ovvero il tasso di interesse al quale si ipotizza che l'azienda possa finanziarsi, dato medio di settore (Fonte: studi e ricerche di settore);

t: aliquota d'imposta, calcolata come aliquota d'imposta media delle società non finanziarie del Gruppo Sella.

9) La valutazione di BSH

Applicando i metodi di valutazione indicati alle singole entità (rami aziendali, partecipazioni, immobili) di BSH, così come singolarmente trattato entità per entità nei successivi capitoli, si ottiene una plusvalenza, al netto della fiscalità gravante sulle plusvalenze di 350.812 migliaia di euro così calcolate:

A handwritten signature in dark ink is written over a circular official stamp. The signature is stylized and cursive. The stamp is circular with some illegible text around the perimeter.

Entità aziendali/CGU	Metodo valutativo	Valutazione 100%	Valutazione pro-quota	Valore di carico	Plus/minus netta
Banca Sella	media tra DDM e Valore di Mercato	733.399	580.654	510.262	69.424
Banca Patrimoni	media tra DDM (75%) e PNCAR (25%)	156.173	112.946	46.357	65.673
Finanziaria 2010	PNR	63.310	63.310	20.895	41.832
Sella SGR	DDM	34.207	1.049	561	481
ILMS	PNR	165.532	165.527	137.391	27.749
Sella Broker	Excess return	7.619	7.439	3.283	4.099
Centrico	DCF	36.837	1.340	783	549
Sella Personal Credit	DDM	84.520	41.415	33.326	7.977
Sella Ventures SGR	DDM	944	623	594	29
Smartika	DDM	3.138	3.138	5.508	2.338
Sella Leasing	DDM	92.681	45.414	15.393	29.608
Sella Fiduciaria	Excess return	3.694	923	299	616
Fabrick	SOP	187.686	143.903	36.692	105.737
Miret	PNR di liquidazione	2.677	633	-	625
					350.812

Tale plusvalenza, aggiunta al Patrimonio Netto ed alla rettifica reddituale per l'attività di direzione e coordinamento, porta ad un valore di BSH pari a:

Valutazione BSH		
migliaia di euro	31/12/19	Paragrafo
(A) PNR	699.162	9.1
(B) Plus/minus. su partecip.	350.812	9.3.1
(C) Valutazione Attività Holding	-64.959	9.3.2
(D) Rettifiche di consolidato	-9.999	
Valutazione SoP BSH (A+B+C+D)	975.017	

9.1 Identificazione del Patrimonio Netto contabile

Sulla base del bilancio separato al 31.12.2019 il Patrimonio Netto contabile risulta essere così composto:

160 Capitale	107.311
150 Sov. emissione	105.551
140 Riserve	469.202
110 Riserve da valutazione	2.623
180 Utile d'esercizio	14.475
Totale Patrimonio Netto Contabile	699.162

9.1.1 Rettifiche al Patrimonio Netto contabile

Al Patrimonio Netto contabile come sopra identificato non sono state apportate rettifiche legate al patrimonio immobiliare in quanto con l'applicazione del principio contabile IAS 40 gli immobili posseduti sono stati rivalutati in bilancio a fair value.

9.1.2 Calcolo della eventuale fiscalità sulle riserve in sospensione

Non viene applicata una tassazione figurativa sulle Riserve in sospensione di imposta poiché il rischio che in futuro il Gruppo sia obbligato al pagamento di imposte in assenza di una loro distribuzione è molto improbabile.

9.1.3 Calcolo del Patrimonio Netto Rettificato

Il Patrimonio Netto Rettificato è così determinato pari al Patrimonio netto:

Totale Patrimonio Netto Rettificato	699.162
-------------------------------------	---------

9.2 Calcolo del fair value delle partecipazioni

9.2.1 Banca Sella - media DDM e prezzo di mercato

Per la valutazione del fair value di Banca Sella («BSE»), che svolge attività propria della banca commerciale, è stata utilizzata la media aritmetica tra il valore calcolato con il metodo del DDM ed il prezzo di mercato, essendo le azioni di BSE quotate sul mercato Hi-MTF. La scelta di mediare il valore ricavato dall'applicazione del metodo DDM con quello

rilevabile sul mercato, è stata effettuata avuto riguardo alle disposizioni EBA in materia di «*Sane politiche di remunerazione*», non vincolanti ma orientative, che suggeriscono che la valutazione di strumenti collegati alle azioni di una società bancaria debbano essere effettuati sulla base del prezzo di mercato. Nel caso di adozione di un differente criterio valutativo, si renderebbe necessario motivare e giustificare tale scelta, indicando perché il criterio considerato sia maggiormente rappresentativo del fair value della società.

Alla luce di quanto sopra, per mantenere coerenza metodologica tra l'impianto valutativo ed il calcolo dell'indicizzazione dei premi differiti del personale rilevante (c.d. "Bonus Bank"), si è ritenuto opportuno calcolare il fair value di Banca Sella mediante la media aritmetica tra:

- Valutazione BSE tramite il metodo Dividend Discount Model («DDM»)
- Valutazione BSE sulla base del prezzo di scambio delle azioni a voto singolo sul mercato Hi-MTF, ancorché vi sia consapevolezza che gli scambi sul mercato siano molto ridotti e, quindi, il prezzo rilevato scarsamente significativo.

- Il Metodo DDM

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DDM fanno riferimento al forecast 2020-23.

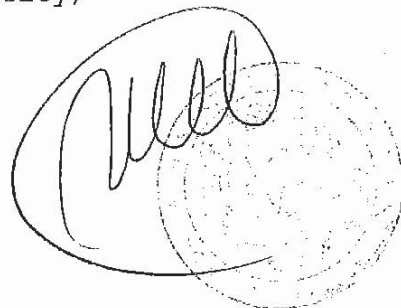
Le partecipazioni in società del Gruppo sono state valutate separatamente e, pertanto, per ottenere una valutazione con il DDM depurata dal valore di tali partecipazioni sono state applicate le seguenti rettifiche:

- sottrazione dividendi netti infragruppo dagli utili netti a piano;
- sottrazione dei valori di carico delle partecipazioni (ponderati al 100%) dalle RWA (risk weighted assets: attività ponderate per il rischio).

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia). L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un K_e del 8,74%.

Il CET 1 ratio target è stato calcolato tenendo in considerazione l'allentamento del capital conservation buffer permesso dal regolatore ed è pari a:

- 8,64% per gli esercizi 2020 e 2021 (Risk Capacity)
- 9,57% per l'esercizio 2022
- 10,50% per l'esercizio 2023 (Risk Tolerance).

A handwritten signature in dark ink is written over a circular, textured stamp. The signature is stylized and appears to be a name. The stamp is circular with a complex, repeating pattern inside, possibly a security or official seal.

BANCA SELLA DDM						
Ke	8,74%					
g rate	1,50%					
CET 1 ratio target		8,64%	8,64%	8,64%	9,57%	10,50%
Assorbimento	8,0%					
Data di riferimento	31/12/2019					
Periodo		0,0	1,0	2,0	3,0	4,0
Anno		31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23
Patrimonio Netto	788.760					
Utile Netto a piano	37.604	26.423	27.054	40.261	55.862	
Utile Netto rettificato		23.946	26.617	40.178	54.590	55.408
RWA	4.984.784	4.560.510	4.812.199	4.909.722	5.048.743	5.124.474
CET 1	752.544	435.131	403.147	439.516	509.669	585.526
CET 1 Ratio	15,1%	9,5%	8,4%	9,0%	10,1%	11,4%
Excess capital	321.858	41.103	-12.627	-30.345	-20.449	655.443
Excess capital attualizzato	321.858	37.790	-10.677	-23.594	-14.622	468.675
Somma excess capital attualizzati	310.755					
TV attualizzato	468.675					
Valutazione DDM	779.430					

2) Valore partecipazioni	% diretta	Valore di carico	Val carico 100%	Valutazione	Plus lorda	Plus netta
Sella Personal Credit	51,0%	43.248	84.800	84.520	-143	-141
Sella Leasing	51,0%	45.288	88.800	92.681	1.979	1.952
Nephis	100,0%	4.628	4.628	6.275	1.647	1.624
Sella SGR	20,0%	3.659	18.294	34.207	3.183	3.139
Fabrick	13,9%	16.700	120.205	187.686	9.375	9.246
Sella Ventures SGR	9,0%	81	900	944	4	4
Centrico	84,0%	19.055	22.691	36.837	11.879	11.716
Centrico India	100,0%	518	518	6.509	5.991	5.908
						33.448

Valutazione Banca Sella	
1) Banca Sella DDM	779.430
2) Plusvalore partecipazioni	33.448
Valutazione Banca Sella	812.878

La plusvalenza lorda sulle partecipazioni è stata ridotta dalla teorica fiscalità gravante sulle stesse.

- Il Prezzo di mercato

Il capitale sociale di BSE è composto da azioni a voto singolo, quotate sul mercato Hi-MTF, e azioni a voto plurimo. Per il calcolo del prezzo per azione a voto singolo è stato preso in considerazione il prezzo medio degli ultimi 6 mesi delle azioni BSE quotate sul mercato Hi-MTF, ponderato per i volumi scambiati;

Per la determinazione del prezzo per azione a voto plurimo è stato applicato un premio del 9,49% sul prezzo per azione a voto singolo. Tale premio era stato determinato in sede di aumento di capitale del 2015, sulla base di uno studio effettuato da KPMG Advisory.

Valutazione BSE tramite prezzo di mercato			
Tipologia azioni	P/azione (€)	Numero azioni	Valutazione (€/000)
Azioni Voto singolo	0,906	105.263.158	95.348
Azioni Voto Plurimo	0,992	563.193.010	558.572
Totale			653.920

Alla luce di quanto sopra, il fair value di Banca Sella è così determinato:

Valutazione Banca Sella	
Banca Sella DDM	779.430
Plusvalore partecipazioni	33.448
Valutazione DDM	812.878
 Prezzo di mercato	 653.920
Valutazione BSE(media)	733.399

9.2.2 Sella Personal Credit - DDM

Per la valutazione del *fair value* di Sella Personal Credit, che svolge l'attività di credito al consumo, è stato utilizzato il metodo DDM.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DDM fanno riferimento al forecast 2020-23.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia). L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un Ke del 6,74%.

Il CET 1 ratio target è stato calcolato tenendo in considerazione l'allentamento del capital conservation buffer permesso dal regolatore e pari a:

- 8,64% per gli esercizi 2020 e 2021 (Risk Capacity)
- 9,57% per l'esercizio 2022
- 10,50% per l'esercizio 2023 (Risk Tolerance).

Per quanto riguarda le rettifiche di consolidamento, Sella Personal Credit capitalizza le provvigioni pagate a Nephis, spesandole a Conto Economico in un periodo pari alla durata dei crediti erogati. Nephis registra come ricavo la totalità di tali provvigioni. Sui bilanci individuali si crea, quindi, un disallineamento tra costi e ricavi infragruppo rettificato a livello consolidato. La rettifica è pari a - 3.928.338 euro.

Sella Personal Credit DDM

Ke	6,74%					
CET 1 target		8,64%	8,64%	8,64%	9,57%	10,50%
g rate	1,50%					
% assorbimento	8,0%					
Data di riferimento	31/12/19					
	0	1,0	2,0	3,0	4,0	4,0
Anno	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	TV
Utile Netto Rettificato		4.098	2.078	4.263	8.307	8.432
Totale requisiti prudenziali	80.157	73.320	75.607	78.387	92.482	93.869
RWA	1.001.964	916.494	945.082	979.839	1.156.028	1.173.368
CET 1	90.891	88.862	79.549	84.120	100.280	129.815
CET 1 Ratio	9,1%	9,7%	8,4%	8,6%	8,7%	11,1%
Excess capital	4.322	9.677	-2.107	-9.651	-21.103	126.161
Excess capital attualizzato	4.322	9.064	-1.849	-7.934	-16.254	97.170
Somma excess capital attualizzati	-12.650					
TV	97.170					
Valutazione	84.520					

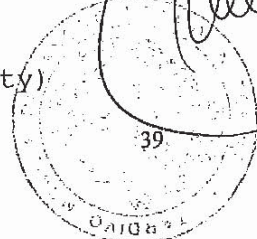
9.2.3 Sella Leasing - DDM

Per la valutazione del *fair value* di Sella Leasing, che opera nel settore del leasing, è stato utilizzato il metodo DDM. I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DDM fanno riferimento al forecast 2020-23.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia). L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un Ke del 6,74%.

Il CET 1 ratio target è stato calcolato tenendo in considerazione l'allentamento del capital conservation buffer permesso dal regolatore e pari a:

- 8,64% per gli esercizi 2020 e 2021 (Risk Capacity)



- 9,57% per l'esercizio 2022
- 10,50% per l'esercizio 2023 (Risk Tolerance).

Sella Leasing DDM						
Ke	6,74%					
CET1 target		8,64%	8,64%	8,64%	9,57%	10,50%
g rate	1,5%					
% assorbimento	8,0%					
Data di riferimento	31/12/19					
	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	4,0
Anno	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	TV
Patrimonio Netto	85.222					
Utile Netto a piano	7.577	2.720	2.199	4.116	6.150	
Utile Netto Rettificato	7.577	2.635	2.101	4.031	6.089	6.180
Totale requisiti prudenziali	61.791	61.732	59.431	61.104	58.631	59.510
RWA	772.388	771.652	742.886	763.802	732.882	743.876
CET 1	84.347	66.959	67.668	67.394	80.277	83.133
CET1 Ratio	10,9%	8,7%	9,1%	8,8%	11,0%	11,2%
Excess capital	17.612	288	3.483	-5.702	3.325	95.909
Excess capital attualizzato	17.612	270	3.056	-4.688	2.561	73.870
Somma excess capital attualizzati	18.811					
TV	73.870					
Valutazione	92.681					

9.2.4 Centrico - DCF

Per la valutazione del *fair value* di Centrico, che svolge le attività di Information Technology e Business Process Outsourcing, è stato utilizzato il metodo DCF.

A febbraio 2019 è stato stipulato l'atto di conferimento a favore di Centrico di due rami d'azienda aventi ad oggetto l'infrastruttura tecnologica, rispettivamente di BSE e di BSH, oltre che della partecipazione di controllo in Selir detenuta da Finanziaria 2010.

Per quanto riguarda le rettifiche di consolidamento, dal momento che le società del Gruppo capitalizzano tutti i costi per sviluppo software pagati a Centrico, che per quest'ultima sono ricavi infra comprensivi di un mark-up, a livello

consolidato viene quindi applicata una rettifica di riduzione degli investimenti pari ai costi non capitalizzabili (pari al mark-up di Centrico) e di riduzione dei relativi ammortamenti. La rettifica è pari a -6.070.841 euro.

9.2.4.1 Partecipazione di controllo in Selir

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al forecast 2020-23.

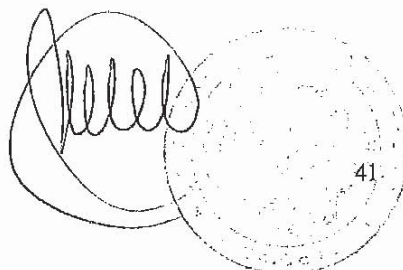
Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023 a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari al 2,5% (inflazione di lungo periodo per la Romania).

L'attualizzazione dei flussi di cassa è stata effettuata utilizzando un WACC pari al 10,32%.

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2019 è pari a -5.708 €/mln.

€ mln	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	TV
Ebitda	1.303	1.311	1.270	1.276	1.279	1.279
Ammortamenti	324	426	455	460	460	460
Provisions		0	0	0	0	0
EBIT		884	815	816	819	819
Imposte		-177	-163	-163	-164	-164
NOPAT		707	652	652	655	655
Gross Cash Flow		1.133	1.107	1.112	1.115	1.115
Variazioni CCN		-67	-49	-32	-19	0,0
Capex		14	66	67	67	460
Unlevered Free Cash Flow ("UFCF")		1.052	992	1.013	1.029	655
UFCF		1.052	992	1.013	1.029	8.590
Periodo di sconto		1,0	2,0	3,0	4,0	4,0
UFCF attualizzati		954	815	755	695	5.798

Equity Value	9.016
IFN	-5.708
Enterprise Value	14.724



9.2.4.2 Equity value Centrico stand alone (ex Rami BSE e BSH)

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al piano 2020-24 (5Y).

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2024 a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari all'1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 9,40%.

L'Indebitamento Finanziario Netto (IPFN) al 31/12/2019 (data della situazione patrimoniale predisposta ai fini della delibera di conferimento) è pari a + 1.053 €/mln..

€ mln	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	31/12/24	TV
Ebitda	2.379	7.360	7.268	4.305	8.538	11.647	11.647
Ammortamenti	7.327	8.434	9.540	7.450	7.840	7.840	7.840
Provisions	273	142	147	125	120	0	0
EBIT		-1.216	-2.420	-3.270	577	3.807	3.807
Imposte		339	675	912	-161	-1.062	-1.062
NOPAT		-877	-1.745	-2.358	416	2.745	2.745
Write off data center				4.264			
Gross Cash Flow		7.699	7.943	9.481	8.377	10.585	10.585
Variazioni CCN		-596	-156	43	-502	-375	
Capex	4.546	8.212	10.500	9.000	7.000	5.600	7.840
Unlevered Free Cash Flow ("UFCF")	0	-1.109	-2.713	524	874	4.610	2.745
UFCF		-1.109	-2.713	524	874	4.610	35.266
Periodo di sconto		1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	5,0
UFCF attualizzati		-1.013	-2.266	400	610	2.940	22.494
Somma UFCF attualizzati		672					
TV attualizzato scontato		22.494					
IPFN		1.053					
Equity Value		22.113					

La valutazione di Centrico è pari alla somma tra il valore di Centrico stand alone e della partecipazione in Selir:

Valutazione Centrico	
Enterprise Value Centrico	22.113
Selir	14.724
Totale	36.837

9.2.5 Banca Patrimoni Sella - DDM/PNC AR

Per la determinazione del fair value di Banca Patrimoni («BPA»), che è la banca del gruppo Sella specializzata nella gestione ed amministrazione dei patrimoni della clientela privata ed istituzionale, si è utilizzata una media ponderata tra il metodo PNC AR (peso 25%) e il metodo DDM (peso 75%) in quanto:

- nel settore del private banking i multipli di mercato rivestono ancora una certa rilevanza (nel PNC AR tali multipli vengono applicati alla raccolta globale per determinare il valore della banca;
- il DDM valorizza la dotazione patrimoniale in eccedenza della società e la sua capacità prospettica di generare utili distribuibili sulla base del rispetto dei vincoli patrimoniali regolamentari.

Metodo DDM

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DDM fanno riferimento al forecast 2020-23.

Le partecipazioni in società del Gruppo sono state valutate separatamente e, di conseguenza, per ottenere una valutazione con il DDM depurata dal valore di tali

partecipazioni sono stati sottoscritti i valori di carico delle partecipazioni (ponderati al 100%) dalle RWA.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023 a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un Ke del 6,74%.

Il CET 1 ratio target è stato calcolato tenendo in considerazione l'allentamento del capital conservation buffer permesso dal regolatore e pari a:

- 8,64% per gli esercizi 2020 e 2021 (Risk Capacity)
- 9,57% per l'esercizio 2022
- 10,50% per l'esercizio 2023 (Risk Tolerance)

1) BPA DDM							
Ke	6,74%						
CET 1 target g rate		8,64%	8,64%	8,64%	9,57%	10,50%	
Assorbimenti	8,0%						
Data di riferimento	31/12/2019						
Periodo		0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	4,0
Anno		31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	TV
Patrimonio Netto	106.258						
Utile Netto a piano	8.221	4.846	5.955	7.902	8.153	8.275	
Rettifica dividendi infragruppo		-550	-439	-804	-1.156		
Rettifica per la liquidità		94	103	112	83		
Utile Netto rettificato		4.390	5.619	7.210	7.079	7.185	
Requisiti patrimoniali di vigilanza							
Rischio di credito	41.594	43.448	43.560	43.024	43.670		
Rischio operativo	9.772	10.294	10.827	11.085	11.619		
Rischio di mercato	355	600	600	600	600		
Totale requisiti prudenziali	51.720	54.342	54.987	54.709	55.890		
RWA	646.504	679.277	687.335	683.861	698.623	709.102	
Incremento riserva IFRS9		-50	-68	-85	-85		
Delta immobilizzazioni immateriali		-3.962	-1.152	897	500		
CET 1	88.117	56.236	63.089	67.407	72.940	80.541	
CET 1 Ratio	13,6%	8,3%	9,2%	9,9%	10,4%	11,4%	
Excess capital	32.259	-2.453	3.703	1.962	-415	116.118	
Excess capital attualizzati	32.259	-2.298	3.249	1.613	-320	89.435	
Somma excess capital attualizzati	34.504						
TV attualizzato	89.435						
Valutazione	123.939						

2) Valore partecipazioni	% diretta	Val carico	Val carico 100%	Valutazione	Plus lorda	Plus netta
Sella Fiduciaria	70,00%	1.496	2.137	3.694	1.089	1.074
Sella SGR	73,00%	13.504	18.498	34.207	11.468	11.310
Sella Ventures SGR	15,00%	135	900	944	7	7
						12.391

Valutazione BPA con DDM	
1) Banca Patrimoni DDM	123.939
2) Plusvalore partecipazioni	12.391
Valutazione DDM	136.330

La plusvalenza lorda sulle partecipazioni è stata ridotta dalla teorica fiscalità gravante sulla stessa.

Metodo PNC AR

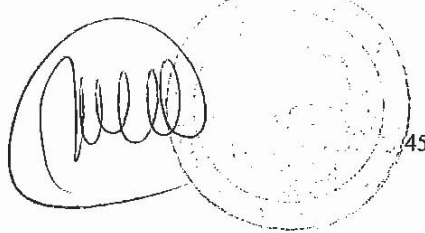
Per il calcolo del PNR sono stati utilizzati i seguenti dati:

- Patrimonio netto al 31/12/2019;
- Storno dell'avviamento contabile pari a € -14,4m;
- Plusvalenza delle partecipazioni pari a circa € 12,4m.

Per il calcolo dell'Avviamento sono stati utilizzati i seguenti dati:

- Raccolta totale media ott-dic 2019 di € 14,3 mld (Raccolta Globale € 13,0 mld; raccolta in delega € 1,3 mld);
- Margine finanziario da bilancio €73,7m;
- Multipli M&A: multiplo Avviamento/Raccolta totale 1,36% e Avviamento/Margine Finanziario 1,68x ottenuto da transazioni M&A di banche private.

Per il calcolo dell'Aggiustamento reddituale sono stati utilizzati i seguenti dati:



Handwritten signature and circular stamp, likely an official seal or signature of the responsible party.

- Tasso di remunerazione del capitale del 6,74%, pari al Ke base;
- Utile normalizzato medio 2017-20 (deflazionato) pari a €6,3m.

BPA Patrimoniale complesso con agg.to reddituale		
	Raccolta totale	Margine finanz
Patrimonio Netto	106.258	106.258
Avviamento Contabile	-14.431	-14.431
PNT	91.827	91.827
Fiscalità latente su riserve	0	0
Rettifiche nette su immobili	0	0
Plusvalenze partecipazioni	12.391	12.391
PNR	104.218	104.218
Avviamento	194.659	123.465
Patrimonio complesso	298.877	227.683
Aggiustamento reddituale	-57.484	-37.670
Valutazione BPA	241.394	190.013
Valutazione media BPA	215.703	

Avviamento				
	<i>Raccolta BPA</i>	<i>Raccolta delega</i>	Raccolta totale	Margine finanz.
Base	12.959.035	1.318.531	14.277.566	73.687
Multiplo	1,45%	0,47%	1,36%	1,68x
Avviamento	188.462	6.197	194.659	123.465

Aggiustamento Reddituale		
	Raccolta totale	Margine finanz.
Patrimonio Complesso	298.877	227.683
Ke	6,74%	6,74%
Utile normale	20.145	15.347
Utile normalizzato	6.223	6.223
Sovra/sotto reddito	-13.922	-9.124
Periodo aggiustamento	5	5
Fattore di attualizzazione	4,1	4,1
Aggiustamento	-57.484	-37.670
Aggiustamento perpetuity	-206.552	-135.358

Riassumendo la valutazione di sintesi di BPA risulta la seguente:

Valutazione BPA	
Valutazione DDM peso 75%	136.330
Valutazione PNC AR peso 25%	215.703
Valutazione BPA (media ponderata)	156.173

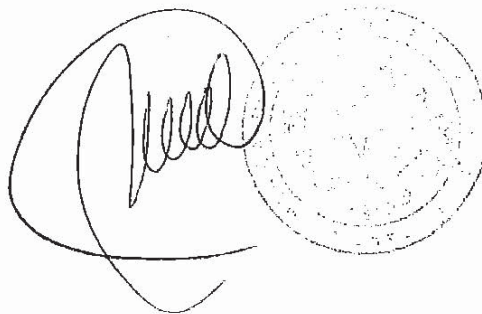
9.2.6 Sella SGR - DDM

Per la valutazione del fair value di Sella SGR, che opera nel settore del risparmio gestito, è stato utilizzato il metodo DDM.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DDM fanno riferimento al forecast 2020-23.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia). L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un Ke del 9,74%.

Il requisito di capitale minimo è stimato pari al 25% dei costi operativi della società.

A handwritten signature in dark ink is written over a circular official stamp. The stamp contains text that is partially obscured by the signature but appears to be an official seal or logo.

1) Sella SGR DDM						
Ke	9,74%					
Requisito capitale min (25% opex)	25,0%					
g rate	1,5%					
Assorbimenti	8,0%					
Data di riferimento	31/12/19					
Periodo		0,0	1,0	2,0	3,0	4,0
Anno		31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23
Utile Netto a piano		958	631	1.201	1.737	2.260
Rettifica per la liquidità			30	33	39	33
Utile Netto rettificato			662	1.234	1.776	2.293
						2.327
Costi operativi		-6.810	-6.731	-7.084	-7.292	-7.536
Patrimonio minimo regolamentare		1.702	1.683	1.771	1.823	1.884
						1.912
Patrimonio netto finale		12.263	2.364	2.917	3.547	4.116
						4.211
Excess capital		10.560	681	1.146	1.724	2.232
Excess capital attualizzato		10.560	621	951	1.304	1.539
						19.232
Somma excess capital attualizzati	14.975					
TV	19.232					
Valutazione	34.207					

9.2.7 Fabrick - SOP

Per la valutazione del fair value di Fabrick, piattaforma tecnologica per l'open banking, in considerazione della diversificazione e della pluralità dei business operativi sotto il suo controllo, è stato utilizzato il metodo della somma delle parti (SOP), in quanto idoneo a far emergere le singole componenti del valore.

Per tenere conto dei costi di direzione e coordinamento non allocati ai singoli business è stato applicato uno specifico aggiustamento reddituale (rendita perpetua della perdita netta media legata all'attività di direzione e coordinamento di Fabrick) pari a -41,7 €/m.

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2019 è pari a circa €18,4m.

Metodi di valutazione delle partecipazioni:

9.2.7.1 Axerve - DCF

Per la valutazione del fair value di Axerve, società gestisce la rete dei pagamenti (POS e e-commerce), è stato utilizzato il metodo del DCF.

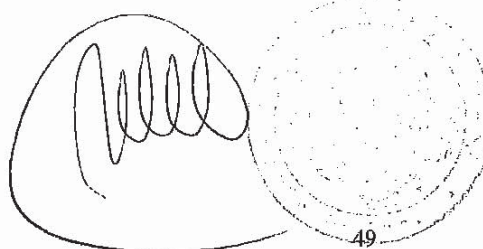
I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al forecast 2020-23.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 7,8%.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2019 è pari a circa €10m.

1) Ramo Acceptance DCF	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	TV
EBITDA	7.722	9.651	12.046	13.568	15.686	15.686
Total Depreciations		4.622	5.013	5.182	5.571	5.571
Total provisions		29	50	50	65	65
Ebit		5.000	6.983	8.337	10.049	10.049
Imposte figurative		-1.395	-1.948	-2.326	-2.804	-2.804
Nopat		3.605	5.035	6.011	7.246	7.246
Gross Cash Flows		8.256	10.098	11.242	12.882	12.882
Variazioni CCN		-145	-279	-176	-247	
Capex	4.761	5.272	5.349	5.414	5.414	5.571
Unlevered Free Cash Flow		2.839	4.469	5.653	7.222	7.311
UFCF	0	2.839	4.469	5.653	7.222	117.745
Periodo	0,00	1,00	2,00	3,00	4,00	4,0
Discounted UFCF		2.633	3.845	4.511	5.346	87.165
Enterprise Value	103.500					
IFN	10.538					
FV Mypass	965					
Equity value Ramo Acceptance	93.926					



Handwritten signature and circular stamp.

9.2.7.2 Hype - DDM

Per la valutazione del fair value di *Hype*, società che gestisce il prodotto Hype (app bancarie) è stato utilizzato il metodo DDM.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DDM fanno riferimento al forecast 2020-23.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un Ke del 9,75%.

Il requisito di capitale minimo è stato stimato sulla base delle normative regolamentari attualmente vigenti per gli istituti di moneta elettronica.

Anno	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	TV
Net earnings	-13.283	-15.232	-10.656	-1.074	10.779	10.940
Regulatory capital requirement	2.432	4.389	7.128	10.576	14.741	14.962
CET1 31/12	591					
Aucap		18.000	10.000			
Aucap già versati	14.000					
Delta immateriali		233	210	185	50	
CET 1	14.591	5.434	3.943	6.239	21.405	25.681
Excess capital	12.159	1.045	-3.185	-4.337	6.664	
TV						130.002
Discounted Excess capital	12.159	952	-2.644	-3.280	4.593	
Discounted TV						89.596
Aucap attualizzati	-24.698					
Valuation	76.677					

9.2.7.3 Platform FBK - DCF

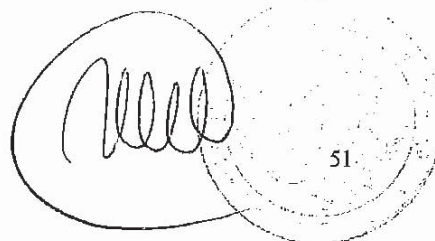
Per la valutazione del fair value di Platform Business, divisione di Fabrick dedicata allo sviluppo di soluzioni di open banking per Fintech e altre istituzioni finanziarie che vengono proposte sul mercato tramite un marketplace di API, adattabili ad una molteplicità di casi d'uso, oppure tramite la realizzazione di progetti su misura per il cliente, è stato utilizzato il metodo del DCF.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al forecast 2020-23.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 8,39%.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia).

1) Platform FBK	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	TV
EBITDA	-860	-171	1.681	4.445	7.530	7.530
Total Depreciations	209	1.242	1.904	2.609	3.062	1.500
EBIT	-1.069	-1.413	-223	1.836	4.468	6.030
Imposte figurative		394	62	-512	-1.247	-1.682
Nopat		-1.019	-161	1.324	3.221	4.347
Gross Cash Flows		223	1.743	3.933	6.283	5.847
Variazioni CCN		-924	-612	-939	-954	
Capex	1.511	3.616	4.232	4.232	4.232	1.500
Unlevered Free Cash Flow		-4.318	-3.101	-1.238	1.097	4.347
UFCF		-4.318	-3.101	-1.238	1.097	64.007
Periodo		1,00	2,00	3,00	4,00	4,0
Discounted UFCF		-3.982	-2.639	-972	794	46.356
Enterprise Value	39.557					
IFN		0				
Equity value	39.557					



51

9.2.7.4 Vipera Iberica - DCF

Per la valutazione del fair value di *Vipera Iberica*, società che sviluppa soluzioni per servizi finanziari omni-channel e engagement dei clienti digitali, è stato utilizzato il metodo del DCF.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al forecast 2020-23.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 9,26%.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2019 è pari a circa - €3m.

1) Vipera Iberica DCF	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	TV
EBITDA	2.295	1.415	1.225	1.459	1.784	1.784
Total Depreciations	14	6	0	0	0	0
Total Provisions	0	0	0	0	0	0
EBIT	2.282	1.409	1.225	1.459	1.784	1.784
Imposte figurative		-393	-342	-407	-498	-498
Nopat		1.016	883	1.052	1.286	1.286
Gross Cash Flows		1.022	883	1.052	1.286	1.286
Variazioni CCN		35	672	-255	-438	
Capex		0	0	0	0	0
Unlevered Free Cash Flow		1.057	1.556	796	848	1.286
UFCF		1.057	1.556	796	848	16.833
Periodo		1,00	2,00	3,00	4,00	4,0
Discounted UFCF		967	1.303	611	595	11.810
Enterprise Value	15.286					
IFN	-2.786					
Equity value Vipera Iberica	18.072					

9.2.7.5 Codd & Date - DCF

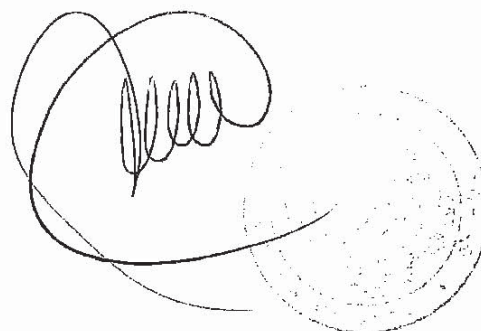
Per la valutazione del fair value di *Codd & Date*, società che offre, nell'ambito dell'Information Technology, servizi di consulenza professionale e soluzioni digitali, con focus specifico su "IT & process governance and data management" e che opera nel mercato italiano e svizzero, è stato utilizzato il metodo del DCF.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al forecast 2020-23.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 8,94%.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2019 è pari a circa - €0,4m.

A handwritten signature in dark ink is written over a circular, textured stamp. The signature consists of a large loop followed by several vertical strokes. The stamp is circular and appears to be a seal or official mark.

1) Codd & Date	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	TV
EBITDA	371	574	744	794	794
Total Depreciations	13	20	20	20	20
EBIT	358	554	724	774	774
Imposte figurative		-154	-202	-216	-216
Nopat		399	522	558	558
Gross Cash Flows		419	542	578	578
Variazioni CCN		-143	-93	-140	
Capex	20	20	20	20	20
Unlevered Free Cash Flow		256	429	418	558
UFCF	0	256	429	418	7.609
Periodo	0,00	1,00	2,00	3,00	3,0
Discounted UFCF		235	361	323	5.884

Enterprise Value	6.804
IFN	-444
Equity value (100%)	7.248

quota	80,74%
Equity Value 80%	5.852

9.2.7.6 Vipera Mena

Per la valutazione del fair value di *Vipera Mena*, è stato preso a riferimento l'attuale valore di carico.

9.2.7.7 Kubique - DCF

Per la valutazione del fair value di *Kubique*, società che sviluppa piattaforme e soluzioni software per la gestione finanziaria della supply chain, è stato utilizzato il metodo del DCF.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al forecast 2020-23.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 8,94%.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2023, a cui è stato applicato un tasso di

crescita («g») pari a 1,5% (inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2019 è pari a circa €0,4m.

1) Kubique DCF	31/12/19	31/12/20	31/12/21	31/12/22	31/12/23	TV
EBITDA	778	318	1.191	2.131	2.474	2.474
Total Depreciations	214	259	575	718	718	718
Total Provisions		0	0	0	0	0
EBIT		59	616	1.414	1.757	1.757
Imposte figurative		-16	-172	-394	-490	-490
Nopat		42	444	1.019	1.267	1.267
Gross Cash Flows		301	1.019	1.737	1.984	1.984
Variazioni CCN		-5	-455	-314	-71	
Capex	466	1.071	852	809	809	718
Unlevered Free Cash Flow		-775	-288	614	1.104	1.267
UFCF		-775	-288	614	1.104	14.440
Periodo		1,00	2,00	3,00	4,00	4,0
Discounted UFCF		-702	-236	456	743	9.717
Enterprise Value	9.979					
IFN	396					
Equity Value	9.583					

9.2.7.8 dPixel

Per la valutazione del fair value di dPixel, innovation company operativa nei settori delle tecnologie digitali e che progetta e realizza iniziative di open innovation, consulenza ed education per aziende, enti pubblici e stakeholder istituzionali, è stato preso a riferimento l'attuale valore di carico.

9.2.7.9 Altre partecipazioni di minoranza

Il fair value è stato valutato mediante utilizzo del valore di carico.



Handwritten signature and a circular stamp, likely an official seal or approval mark.

Partecipazioni di minoranza		
Conio	334	0,92%
Growish	198	3,94%
Sardex	776	7,81%
Souqalmal Holdings Ltd	185	1,18%
Bemind Srl	30	10,00%
Vidyasoft	25	7,90%
Penta	1.935	5,97%
Vidra	120	8,82%

Riassumendo la valutazione di Fabrick risulta la seguente:

Valutazione Fabrick SOP	31/12/2019
Axerve	93.926
Hype	76.677
CGU Fabrick Platform	63.535
Platform FBK	39.557
Vipera Iberica	18.072
Codd & Date Srl	5.852
Vipera Mena	54
Kubique	9.583
dPixel	475
Partecipazioni di minoranza	3.604
Attività di Holding	-41.689
PFN al 31/12/19	-18.425
EQUITY VALUE FABRICK	187.686

9.2.8 Immobiliare Lanificio Maurizio Sella ("ILMS") - PNR

Società immobiliare del Gruppo Sella, la valutazione è stata effettuata mediante il metodo del PNR.

1) ILMS	
Patrimonio netto	165.532
Avviamento	0
PN Tangibile	165.532
Valutazione	165.532

9.2.9 Finanziaria 2010 - PNR

Per la valutazione del fair value di Finanziaria 2010, società holding, è stato utilizzato il metodo del patrimonio netto rettificato.

Per il calcolo sono stati utilizzati i seguenti dati:

- Patrimonio netto al 31/12/2019 (€61m);
- non è stato fatto alcun aggiustamento reddituale ai fini dei costi di direzione e coordinamento.
- Metodi di valutazione delle partecipazioni:
Centrico: DCF (cfr. paragrafo 9.2.4)
Sella Synergy India: PNR
Miret: valore di liquidazione.

Finanziaria 2010 Patrimonio netto rettificato

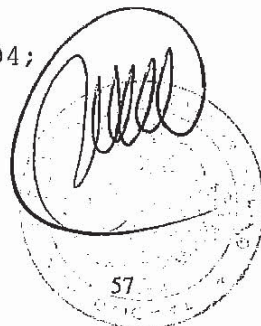
Patrimonio netto	61.005
Avviamento	0
Plusvalenze partecipazioni	2.304
Valutazione	63.310

Dettaglio plusvalenze partecipazioni	Valore di carico	quota %	Valore di carico 100%	Valutazione	Plus (minus) netta	Metodo valutativo
Centrico	1.504	12,4%	12.144	36.837	3.017	DCF
Miret	0	76,3%	0	-2.677	-2.015	Valore di liquidazione
Sella Synergy India	449	100,0%	449	1.770	1.303	PNR
Totale					2.304	

9.2.10 Altre partecipazioni

Per la valutazione del fair value delle altre partecipazioni di minore entità, sono stati utilizzati i seguenti metodi valutativi:

- Sella Fiduciaria: Excess return pari ad euro 3.694;
- Sella Ventures SGR: DDM pari ad euro 944;
- Sella Broker: Excess return pari a euro 7.619;



- Smartika: DDM pari ad euro 3.138;
- Miret: Valore di liquidazione pari ad euro -2.677.

9.3 Ulteriori rettifiche al Patrimonio Netto Rettificato

9.3.1 Determinazione plus/minusvalenze su partecipazioni

Una volta calcolato il fair value delle singole partecipazioni, si determinano le plusvalenze nette rispetto al valore di carico e l'aggiunta/sottrazione di eventuali plus/minuvalenze patrimoniali in base alla quota di possesso diretta applicando il regime fiscale tempo per tempo vigente, e laddove consentito il regime PEX.

(B) Plus / Minusvalenze su partecipazioni	Valutazione	Plus netta
Banca Sella	733.399	69.424
Sella Personal Credit	84.520	7.977
Sella Leasing	92.681	29.608
Centrico	36.837	549
Banca Patrimoni Sella	156.173	65.673
Sella Fiduciaria	3.694	616
Sella SGR	34.207	481
Fabrick	187.686	105.737
Sella Ventures SGR	944	29
Sella Broker	7.619	4.099
ILMS	165.532	27.749
Smartika	3.138	-2.338
Finanziaria 2010	63.310	41.832
Miret	-2.677	-625
Totale		350.812

9.3.2 Valutazione attività di Holding

La rettifica reddituale per l'attività di direzione e coordinamento è calcolata come perpetuity del reddito normalizzato, stimato pari all'utile/perdita media 2018/2023 al netto degli eventi straordinari e dei dividendi distribuiti dalle società partecipate.

Il tasso di attualizzazione è stimato pari al Ke del 6,74%.

Calcolo utile normalizzato	2018	2019	2020F	2021	2022	2023
<i>Importi in € migliaia</i>						
Utile Netto (da bilancio)	6.160	14.566	5.630	4.852	5.188	10.474
Sorno dividendi infragruppo	-12.624	-13.233	-3.634	-11.260	-11.854	-17.345
Sorno eventi straordinari infra	1.411	5.312	-230	0	0	0
Utile/perdita netti cessione Titoli valutati al FV (AFS) di pertir	1.577	-4.761	-500	-2.000	-2.000	-2.000
Utile normalizzato	-3.476	1.884	1.266	-8.408	-8.666	-8.871

	Perpetuity
Utile Normalizzato medio	-4.378
Tasso di attualizzazione	6,74%
Valutazione attività di holding	-64.959

10) Conclusioni

In funzione dell'applicazione del processo valutativo sopra descritto il sottoscritto perito stima che il valore del capitale di Banca Sella Holding al 31 dicembre 2019 ammonti ad Euro 975 milioni così ottenuto:

Valutazione BSH metodo SoP	
<i>migliaia di euro</i>	31/12/19
(A) PNR	699.162
(B) Plus/minus. su partecip.	350.812
(C) Valutazione Attività Holding	-64.959
(D) Rettifiche di consolidato	-9.999
Valutazione SoP BSH (A+B+C+D)	975.017

Sulla base degli elementi e delle valutazioni sopra svolte, il sottoscritto ritiene che, con riferimento alla data del 31 dicembre 2019, possa quindi essere stabilito per Banca Sella Holding un valore unitario arrotondato di Euro 4,54 per ciascuna delle numero 214.622.624 azioni da nominali Euro 0,5 cadauna oggetto di valutazione.

Torino, 14 novembre 2020

(Gianluca Ferrero)

Gianluca Ferrero

[Signature]



PENE VIDARI - TARDIVO
GIUNIPERO DI CORTERANZO
G. MORONE ASSOCIATI

Repertorio n. 27.172

Verbale di asseverazione.

REPUBBLICA ITALIANA

L'anno duemilaventi il giorno quattordici del mese di novembre

(14/11/2020)

in una sola al piano terreno dello stabile
sito in Torino, Via della Rocca n. 20,

alle ore dodici e trentuno minuti

circa.

Avanti me, Monica TARDIVO,

notaio iscritto al Collegio Notarile dei Distretti Riuniti di Torino e

Pinerolo, con residenza in Torino, è personalmente comparso il si-

gnor

FERRERO Gianluca, nato a Torino il 7 dicembre 1963, domicilia-

to a Torino, via Vespucci n. 15,

della cui identità personale io notaio sono certo.

Detto comparente, ai sensi e per gli effetti di legge, previa seria

ammonizione sull'importanza morale e giuridica dell'atto e sull'ob-

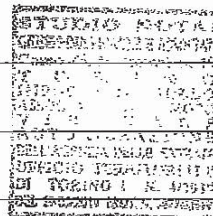
bligo di dichiarare la verità, assevera con giuramento l'avanti ste-

sa relazione di stima da esso sottoscritta, pronunciando la formula

"Giuro di avere bene e fedelmente proceduto nelle operazioni

commessemi al solo scopo di far conoscere la verità."

E richiesto io notaio ho redatto il presente verbale che ho letto al



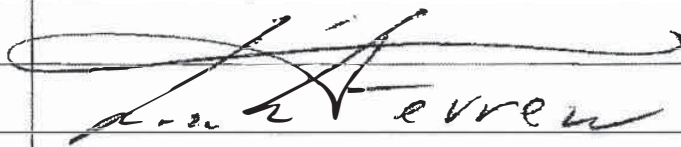
comparsa che lo approva e meco in conferma lo sottoscrive alle

ore dodici e quarantuno minuti

circa.

Consta il presente atto di un foglio scritto,

da persone di mia fiducia, per una pagina intera e quanto alla seconda sin qui.


A. Ferretti

