



## INDICE

1) <u>Motivo, oggetto e natura dell'incarico</u> .....	3
2) <u>Data di riferimento</u> .....	3
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> .....	23
8.1 Considerazioni generali .....	23
8.2 Considerazioni ai fini della scelta del metodo di valutazione .....	24
8.3 Ulteriori considerazioni .....	25
8.3.1 La determinazione delle valutazioni delle singole unità di business .....	25
8.3.2. Tassi di attualizzazione - Ke .....	29
8.3.3. Tassi di attualizzazione - Wacc .....	33
9) <u>La valutazione di BSH</u> .....	34
9.1 Identificazione del Patrimonio Netto contabile ..	35
9.1.1 Rettifiche al Patrimonio Netto contabile .....	35
9.1.2 Calcolo della eventuale fiscalità sulle riserve in sospensione .....	35
9.1.3 Calcolo del Patrimonio Netto Rettificato .....	36
9.2 Calcolo del fair value delle partecipazioni .....	36

[Omissis]

9.3. Ulteriori rettifiche al Patrimonio Netto Rettificato .....	59
9.3.1 Determinazione plus/minusvalenze su partecipazioni .....	59
9.3.2 Valutazione attività di holding .....	60
10) <u>Conclusioni</u> .....	61

**1) Motivo, oggetto e natura dell'incarico**

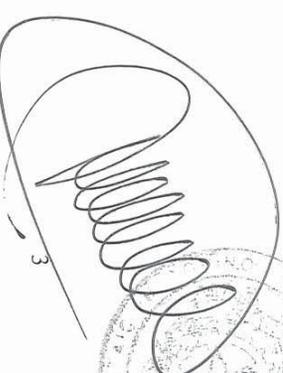
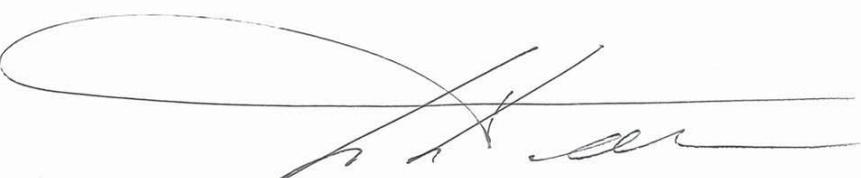
Il sottoscritto dottor Gianluca Ferrero nato a Torino (TO) il 07.12.1963, con studio in Torino in Via A. Vespucci n.15, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino al n. 1021 e nel registro dei Revisori Contabili al n. 23492, ha ricevuto l'incarico di redigere una relazione giurata di stima per determinare il valore delle azioni della Banca Sella Holding S.p.A. (BSH) alla data del 31/12/2020.

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

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.

**2) Data di riferimento**

La data di riferimento della presente perizia è al 31.12.2020.



### **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

*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.

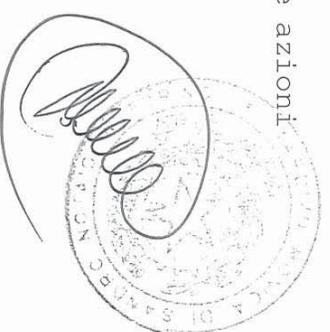
Le attività che costituiscono altresì l'oggetto sociale sono il finanziamento ed il coordinamento tecnico, operativo e finanziario delle società od enti nei quali partecipa.

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 occorranno, 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:





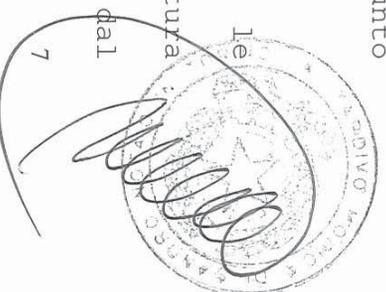
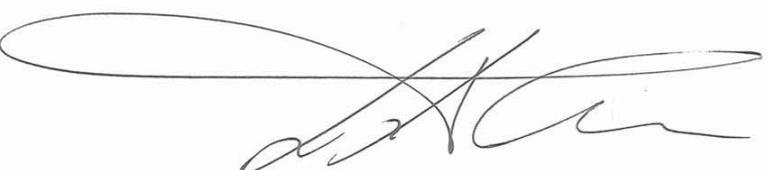
#### 4) Documentazione utilizzata

Per lo svolgimento dell'incarico e la redazione della perizia lo scrivente ha effettuato diverse interlocuzioni 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, determinate le grandezze finanziarie utilizzate ed effettuati i test di sensitivity ed ha acquisito ed esaminato i seguenti elementi contabili ed informativi:

- Statuto sociale vigente di BSH;
- Bilancio separato e consolidato di BSH al 31.12.2020;
- Bilanci al 31.12.2020 e previsioni economico/patrimoniali 2021/2023 delle società controllate da BSH che includono gli effetti rinvenienti dallo scenario macroeconomico impattato dal COVID 19 e delle connesse azioni di mitigazione esaminate dai consigli di amministrazione delle società del gruppo nella predisposizione dei nuovi piani strategici approvati nelle riunioni consiliari di inizio anno e dal Consiglio di Amministrazione di BSH nel dicembre 2020;
- Test di impairment.

Nella predisposizione della perizia lo scrivente ha assunto che:

- 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 31.12.2020 e lo scrivente non è venuto a conoscenza di eventi significativi accaduti successivamente a tale data che

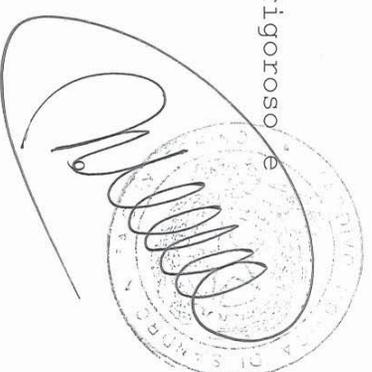
possano avere un impatto sulla società, oltre a quanto riportato nei suddetti documenti;

- 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:

- Criteria 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.
- Criteria 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.
- Criteria 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.

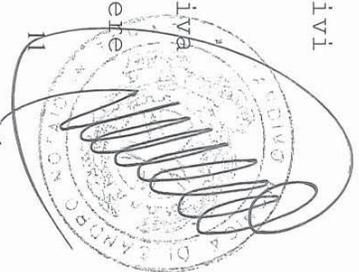
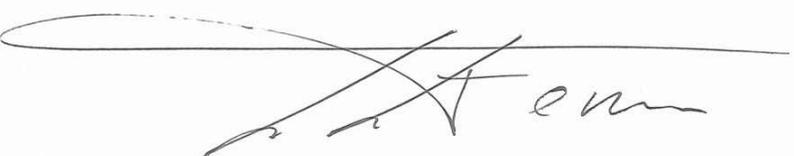
#### **7) Breve cenno sui metodi utilizzabili**

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 Reddittuale

Il metodo reddittuale fonda il proprio presupposto sulla capacità di una società di generare un flusso reddittuale 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.

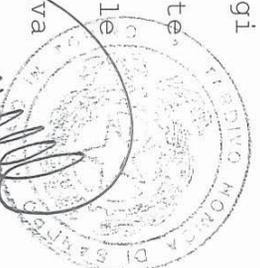
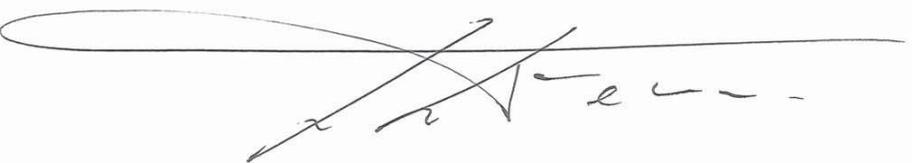
Il tasso di attualizzazione (i) utilizzato incorpora il compenso derivante dal semplice trascorrere del tempo (sostanzialmente pari al rendimento riconosciuto ad attività prive di rischio) ed una adeguata remunerazione del rischio supportato.

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.

Metodo Misto Patrimoniale e Reddituale 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 rettificcherà 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:

$$W = K + (R - iK) a_n r^{i'}$$

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;

$a_n r^{i'}$  = 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 sovrarreddito;

i' = tasso di attualizzazione.

Il Metodo Patrimoniale Complesso con Aggiustamento

Reddittuale («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 intermediate e/o raccolta globale, marchi ecc) mediante coefficienti di mercato desunti da transazioni di borsa o di operazioni di acquisto.
- Aggiustamento reddittuale: sovra/sotto rendimento della società oggetto di analisi rispetto a quella attesa dal mercato.

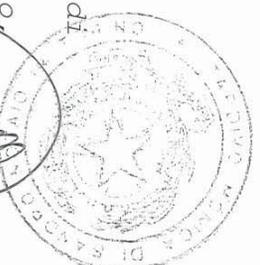
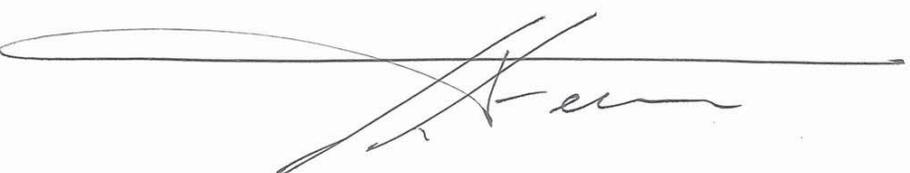
Di seguito si riporta la formula standard:

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

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;

$an^{-rr}$ : 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:

$$\text{Equity Value} = \sum_{i=1}^n \frac{UF_{CF_i}}{(1+WACC)^i} + TV / (1+WACC)^n - PFN$$

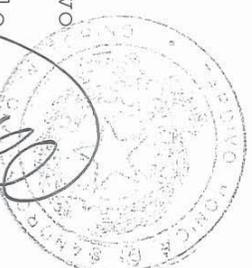
$$TV = \frac{UF_{CF_n} (1+g)}{WACC - g}$$

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

#### Calcolo UF<sub>CF</sub>

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

- 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;
- 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.

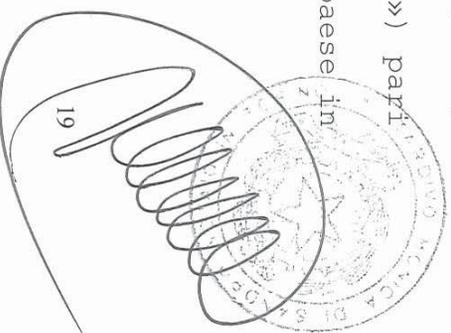
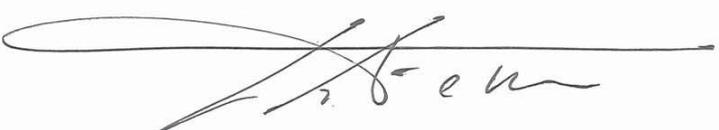
La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

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

- 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 Ke



19

### 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

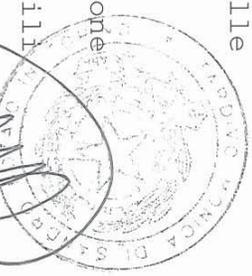
E' un metodo misto utilizzato per la valutazione di società di piccole dimensioni operative nel settore finanziario, che stima il valore della società sommando al patrimonio necessario per il suo funzionamento ("Patrimonio di Funzionamento" o "PF") l'attualizzazione degli utili prospettici rettificati 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:

$$\text{Equity Value} = \text{PNR} + (\text{an} - \text{ke} \text{ UN} - \text{Ke} * \text{PF}) + \text{TV} / (1 + \text{Ke})^n \quad \text{TV} = \frac{\text{ER}_n (1 + g)}{\text{Ke} - g}$$

- 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  $P_N$  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;  $P/CF = rapporto\ prezzo/Cash\ Flow$ ;  $EV/Ricavi = rapporto\ Enterprise\ Value/Ricavi$ ;  $P/BV = Price/Book\ Value$ , 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.

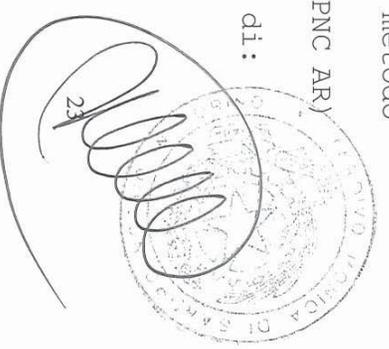
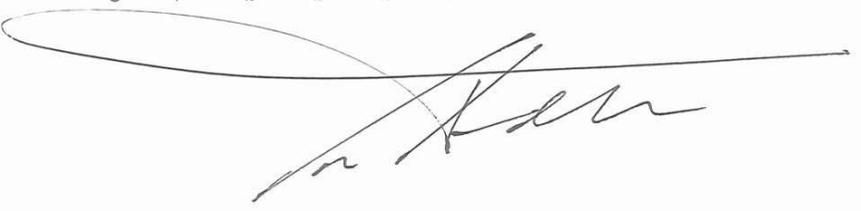
Qualora la società svolga un'attività di direzione e coordinamento delle società partecipate, può essere opportuno applicare una rettifica reddituale.

## **8) Procedimento di valutazione adottato**

### **8.1 Considerazioni generali**

Le precedenti valutazioni (dal 2013 al 2018) 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;



23

- avviamento stimato valorizzando delle grandezze economiche (raccolta globale e margine finanziario e in passato anche assicurativo);

- aggiustamento reddituale: sovra/sotto rendimento della società rispetto a quello atteso dal mercato.

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

A far data dalla valutazione al 31.12.2019, si è utilizzato un metodo che potesse meglio cogliere tutte le diverse componenti del Gruppo BSH, quello della Somma delle Parti («SoP»), valutando autonomamente ogni singola unità di business.

## **8.2 Considerazioni ai fini della scelta del metodo di valutazione**

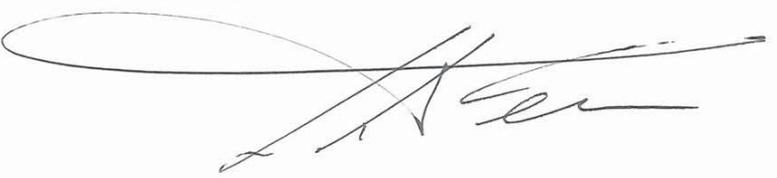
Il metodo della somma delle parti consente di combinare diverse metodologie nella valutazione complessiva.

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

- 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.

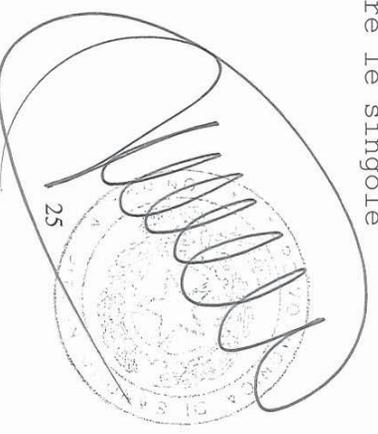
Il metodo Sop stima che il valore della società sia pari al patrimonio netto posseduto rettificato di eventuali plusvalenze patrimoniali ovvero delle differenze riscontrabili tra i valori correnti degli elementi dell'attivo e del passivo calcolati con criteri pertinenti (valorizzazione di mercato) e 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 di BSH:



25

Entità aziendali/CGU	Metodo valutativo
Banca Sella	media tra DDM e Valore di Mercato
Sella Personal Credit	DDM
Sella Leasing	DDM
Sella Broker	Excess return
Nephis	Excess return
Smartika	DDM
Banca Patrimoni Sella	DDM
Sella SGR	DDM
Sella Fiduciaria	Valore transazione
Sella Ventures SGR	DDM
Fabrick	SOP
Centrico	DCF
ILMS	PNR
Finanziaria 2010	PNR
Sella Vigilanza	Reddituale
Miret	PNR di liquidazione

Fabrick è a sua volta valutata con il metodo della somma delle parti che sono le seguenti:

Entità aziendali/CGU	Metodo valutativo
Axerve	DCF
Hype	Valore transazione
Illimity Bank	Valore di mercato
CGU Fabrick Platform	
Platform Fabrick	DCF
Vipera Iberica	DCF
Vipera Mena	Patrimonio Netto
Kubique	DCF
Codd & Date	DCF
dPixel	DCF

Centrico controlla la Selir che è valutata con il metodo del DCF.

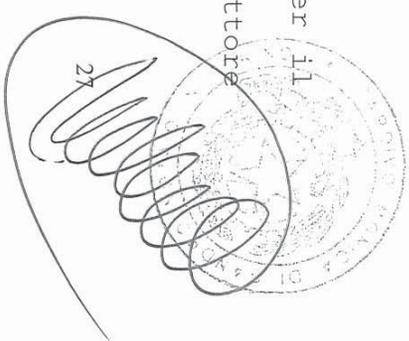
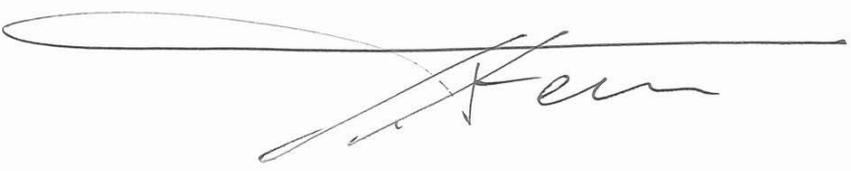
- PNR: Patrimonio Netto Rettificato (PNR)
- DDM: Dividend Discount Model
- DCF: Discounted Cash Flow

Rispetto alla valutazione effettuata al 31.12.2019 ci sono le seguenti modifiche valutative:

- nella valutazione di Banca Patrimoni Sella è stato utilizzato esclusivamente il metodo DDM, mentre per la valutazione al 31.12.2019 era stata utilizzata una media ponderata 75% DDM e 25% PNC AR;
- nella valutazione di Sella Fiduciaria, così come di Hype, si è tenuto conto del valore di una recente operazione con terze parti;
- per Nephis si è utilizzato il metodo dell'Excess Return (nel 2019 il metodo reddituale) e per dPixel il metodo DCF (nel 2019 il metodo reddituale). Le due società sono state acquisite nel corso del 2019 e per lo scorso anno è stato adottato provvisoriamente il metodo reddituale. L'anno 2020 è il primo anno a regime e vi è sufficiente flusso informativo per utilizzare i criteri che sono applicati al polo bancario per Nephis ed al polo tecnologico per dPixel.

Con riferimento ai parametri utilizzati:

- aggiunta di Banco BPM tra i comparables di BSE per il calcolo del Ke base delle società operanti nel settore finanziario;



Stampa circolare con testo illeggibile e firma manoscritta.

- creazione di un panel di comparables di società operanti nel Private Banking per la determinazione del Ke base di Banca Patrimoni Sella, Sella SGR, Sella Fiduciaria e Sella Ventures SGR;
- introduzione di una componente di size risk premium sulla base dello studio «CRSP Deciles Size Study»;
- introduzione di una componente di execution risk aggiuntiva per le società che presentano un «effetto piano» significativo.

Riguardo alle rettifiche da consolidamento nella valutazione si è tenuto conto del disallineamento creato dal fatto che Sella Personal Credit capitalizza le provvigioni pagate a Nephis, spesandole a Conto Economico in un periodo pari alla durata dei crediti erogati mentre Nephis registra come ricavo la totalità di tali provvigioni. La rettifica è pari a - 4.443.740 euro.

Inoltre, sempre riferito alle rettifiche da consolidamento, dal momento che per lo sviluppo software pagati a Centrico le società del Gruppo capitalizzano tutti i costi, mentre Centrico li inserisce tra i ricavi infragruppo comprensivi di un mark-up, a livello consolidato viene 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 - 6.849.995 euro.

### 8.3.2 Tasso di attualizzazione - Ke

Per determinare il Ke utilizzato nell'ambito dell'applicazione dei metodi valutativi DDM, DCF ed Excess Return uno dei metodi più accreditati 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".

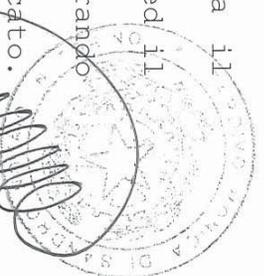
Sono quindi state effettuate le seguenti stime:

Il Base rate (Br) corrisponde al rendimento di un investimento privo di rischio, pari al valore medio del rendimento dei BTP decennali nell'intervallo di tempo marzo 2020/marzo 2021, pari al 1,05%.

Sono assunti 3,86% per la Romania e 5,97% per l'India (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 ed è stato assunto pari al 5,06% ossia la media degli ultimi 12 mesi (marzo 2020/marzo 2021) del tasso ERP a 12 mesi (Fonte: Damodaran).

Il coefficiente Beta ( $\beta$ ) 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 1,00 per le banche commerciali, 1,05 per le Private Bank (Fonte: Bloomberg) e per le altre società oscilla dal 0,96 al 1,23.

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 tra 30% e 40%
  - +3% se lo scostamento è superiore al 40%;
  - per fattorizzare la maggiore componente di rischiosità di un budget fortemente ottimista rispetto al precedente e per attenuare il conseguente impatto sulla valutazione è introdotto un aumento delle execution risk per le società che presentano un «effetto piano» significativo.

L'«effetto piano» misura la variazione positiva della valutazione di una società sulla base delle previsioni economiche del nuovo budget rispetto al precedente. Un forte effetto piano è generato da previsioni economiche significativamente migliorative rispetto al precedente budget. L'execution risk si applica quando l'effetto piano contribuisce ad un incremento della valutazione anno su anno superiore al 15%. Tale execution risk aggiuntivo non si applica alle società su cui è già previsto l'execution risk massimo del 3% da analisi di scostamento piani.



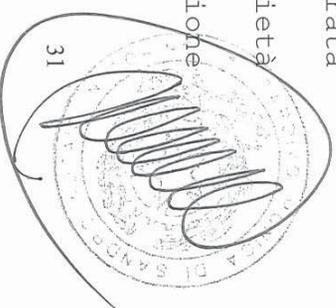
b) Durata piano:

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

c) Andamento quote di mercato: l'andamento delle quote di mercato («QdM») si ritiene sia 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.

E' incrementato 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 è stata applicata alcuna maggiorazione all'execution risk a tale titolo.



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

2) Size risk

E' calcolato secondo l'approccio dello studio «CRSP Deciles Size Study», che prevede l'attribuzione di un determinato size risk premium a seconda della capitalizzazione di mercato della società oggetto di analisi. Lo studio ordina il campione di società (tutte quotate sul NYSE e NASDAQ) in modo decrescente a seconda della loro capitalizzazione di mercato. Vengono quindi creati 10 decili ed a ciascun decile viene applicato un differente size risk premium.

Considerata la differenza in termini di market cap tra le società quotate sul mercato USA ed italiano, si è riproporzionata la scala di decili (ed i conseguenti size risk premium) sulla base della capitalizzazione di mercato delle società italiane. Il Gruppo Sella rientrerebbe nel 4° decile, a cui corrisponderebbe un size risk premium dello 0,84%. Tale valore rappresenta il size risk premium minimo, come size risk premium massimo è preso a riferimento quello delle società micro-cap pari al 3,36% (size risk premium medio decili 9/10).

Al fine di stimare la capitalizzazione ipotetica delle singole società del Gruppo sono state adottati due differenti approcci:

- per le società appartenenti al settore «Banking» il Patrimonio Netto;
- per le società appartenenti al settore «Industrial» l'equity value calcolato coi multipli di borsa stimati sulla base di un campione di società comparabili (il multiplo di borsa applicato è «EV/Ricavi»).

### 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:

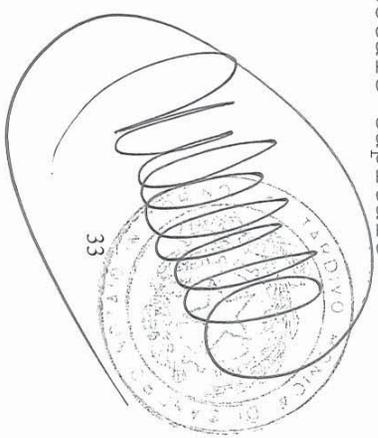
$$WACC = Ke \frac{E}{D+E} + Kd \frac{D}{D+E} (1-t)$$

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 sarà singolarmente trattato entità per entità nei successivi capitoli, si ottiene una plusvalenza, al netto della fiscalità pari a 444.806 migliaia di euro così calcolata:

Entità aziendali/Csu	Metodo valutativo	Valutazione 100%	Interessenza (%)	Valutazione pro-quota	Valore di carico	Plus/minus lorda	Plus/minu netta
Banca Sella	media tra DDM e Valore di Mercato	763.377	79,20%	604.582	511.537	93.045	91.765
Sella Personal Credit	DDM	91.916	49,00%	45.039	33.326	11.713	11.552
Sella Leasing	DDM	81.762	49,00%	40.064	15.393	24.671	24.331
Sella Broker	Excess return	7.051	97,65%	6.885	3.283	3.602	3.533
Smartika	DDM	1.382	100,00%	1.382	1.970	588	580
Banca Patrimoni Sella	DDM	167.214	72,32%	120.929	46.357	74.572	73.547
Sella SGR	DDM	40.708	3,07%	1.248	641	607	598
Sella Fiduciaria	Valore transazione	3.200	25,00%	800	299	501	494
Sella Ventures SGR	DDM	1.818	66,00%	1.200	594	606	598
Fabrick	SOP	256.212	79,54%	203.798	36.692	167.106	164.808
Centrico	DCF	59.545	3,64%	2.165	783	1.382	1.363
ILMS	PNR	166.879	100,00%	166.873	137.391	29.482	29.077
Finanziaria 2010	PNR	65.861	100,00%	65.861	20.895	44.966	44.348
Sella Vigilanza	Reddituale semplice	187	12,50%	23	10	13	13
Miret	PNR di liquidazione	2.835	23,67%	671	-	671	662
							<b>444.806</b>

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	31/12/20	Paragrafo
(A) PNR	705.933	9.1
(B) Plus/minus. su partecip.	444.806	9.3.1
(C) Valutazione Attività Holding	-96.832	9.3.2
(D) Rettifiche di consolidato	-11.294	
<b>Valutazione SOP BSH (A+B+C+D)</b>	<b>1.042.613</b>	

### 9.1 Identificazione del Patrimonio Netto contabile

Sulla base del bilancio separato al 31.12.2020 il Patrimonio Netto contabile è così composto:

160 Capitale	107.311
150 Sov. emissione	105.551
140 Riserve	478.779
110 Riserve da valutazione	3.575
180 Utile d'esercizio	10.717
<b>Totale Patrimonio Netto Contabile</b>	<b>705.933</b>

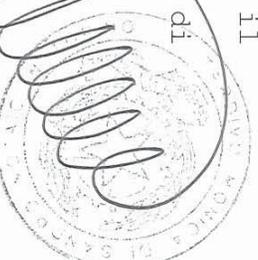


#### 9.1.1 Rettifiche al Patrimonio Netto contabile

Al Patrimonio Netto contabile come sopra identificato non sono state apportate rettifiche derivanti da differenze di valutazione relative al patrimonio immobiliare che a seguito dell'applicazione del principio contabile IAS 40 è iscritto in bilancio al 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.

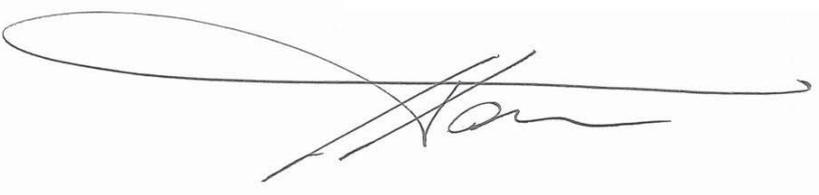


### **9.1.3 Calcolo del Patrimonio Netto Rettificato**

Non sono state applicate rettifiche al Patrimonio Netto Contabile.

### **9.2 Calcolo del fair value delle partecipazioni**

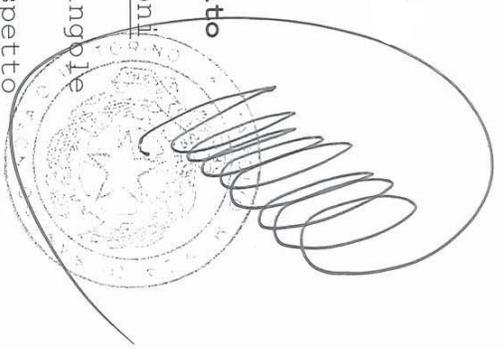
[Omissis]



### **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 in base alla quota di possesso diretta applicando sulle plusvalenze il regime fiscale tempo per tempo vigente, e laddove consentito il regime PEX.



Entità aziendali/CGU	Valutazione pro-quota	Plus/minus netta
Banca Sella	604.582	91.765
Sella Personal Credit	45.039	11.552
Sella Leasing	40.064	24.331
Sella Broker	6.885	3.553
Smartika	1.382	580
Banca Patrimoni Sella	120.929	73.547
Sella SGR	1.248	598
Sella Fiduciaria	800	494
Sella Ventures SGR	1.200	598
Fabrick	203.798	164.808
Centrico	2.165	1.363
ILMS	166.873	29.077
Finanziaria 2010	65.861	44.348
Sella Vigilanza	23	13
Miret	671	662
	-	444.806

### 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 2019/2023 al netto degli eventi straordinari e dei dividendi distribuiti dalle società partecipate.

Il tasso di attualizzazione è stimato pari al Ke del 6,12%.

Calcolo utile normalizzato	2019	2020 <sup>F</sup>	2021	2022	2023
<i>Importi in € migliaia</i>					
<b>Utile Netto (da bilancio)</b>	<b>14.566</b>	<b>10.670</b>	<b>9.364</b>	<b>4.794</b>	<b>9.383</b>
Storno dividendi infragruppo	-13.233	-3.634	-14.908	-13.335	-19.159
Storno eventi straordinari infra	-3.561	-3.561	0	0	0
Utile/perdita netti cessione Titoli valutati al FV (AFS) di pertinenza	-500	-500	-2.000	-2.000	-2.000
<b>Utile normalizzato</b>	<b>-2.728</b>	<b>2.975</b>	<b>-7.544</b>	<b>-10.541</b>	<b>-11.775</b>

	Perpetuity
<b>Utile Normalizzato medio</b>	<b>-5.923</b>
Tasso di attualizzazione	6,12%
<b>Valutazione attività di holding</b>	<b>-96.832</b>

## 10) Conclusioni

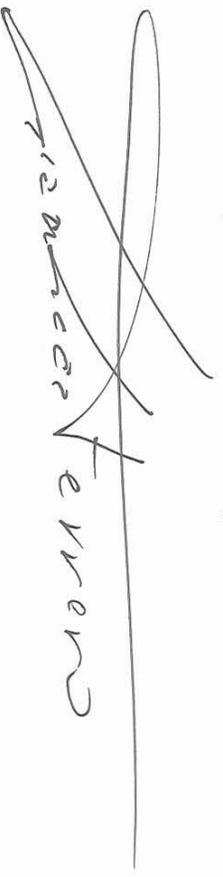
In funzione dell'applicazione del processo valutativo sopra descritto il sottoscritto perito stima che il valore del capitale di Banca Sella Holding al 31 dicembre 2020 ammonti ad Euro 1.042.613.000 così ottenuto:

Valutazione BSH metodo Sop migliaia di euro	31/12/20
(A) PNR	705.933
(B) Plus/minus. su partecip.	444.806
(C) Valutazione Attività Holding	-96.832
(D) Rettifiche di consolidat	-11.294
<b>Valutazione Sop BSH (A+B+C+D)</b>	<b>1.042.613</b>

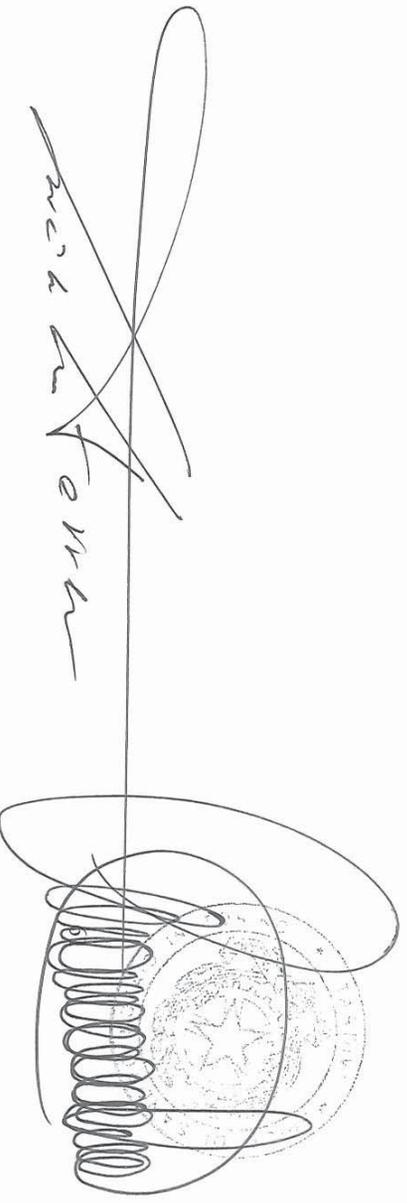
Sulla base degli elementi e delle valutazioni sopra svolte, il sottoscritto ritiene che, con riferimento alla data del 31 dicembre 2020, possa quindi essere stabilito per Banca Sella Holding un valore unitario arrotondato di Euro 4,86 per ciascuna delle numero 214.622.624 azioni da nominali Euro 0,5 cadauna oggetto di valutazione.

Torino, **30 APR. 2021**

(Gianluca Ferrero)



Gianluca Ferrero



Gianluca Ferrero



Repertorio n. 27928

Verbale di asseverazione. \_\_\_\_\_

REPUBBLICA ITALIANA \_\_\_\_\_

L'anno duemilaventuno, il giorno trenta del mese di aprile \_\_\_\_

(30/04/2021) \_\_\_\_\_

in Torino, nel mio studio in corso Giacomo Matteotti n. 47, alle ore

*pedici e venti 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 giorno 7 dicembre 1963, [re-

<sup>1</sup>sidente e <sup>1</sup>domiciliato a Torino, via Amerigo Vespucci n. 15, codice

<sup>1</sup>fiscale FRR GLC 63T07 L219H, di cittadinanza italiana, \_\_\_\_\_

della identità personale del quale io notaio sono certo. \_\_\_\_\_

Detto comparante, ai sensi e per gli effetti di legge, previa seria  
 ammonizione sull'importanza morale e giuridica dell'atto e  
sull'obbligo di dichiarare la verità, assevera con giuramento  
l'avanti stesa 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." \_\_\_\_\_

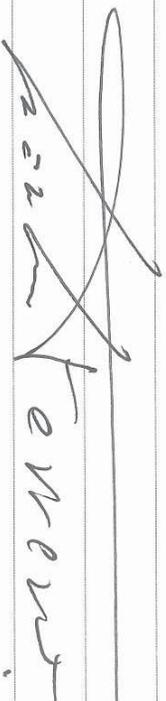
E richiesto io notaio ho redatto il presente verbale che ho letto al  
comparante che lo approva e meco in conferma lo sottoscrive alle

ore pedici e trenta minuti \_\_\_\_\_  
circa. \_\_\_\_\_

Consta il presente verbale di un foglio scritto, da persone di mia fiducia, per due pagine intere e quanto alla seconda sin qui. <sup>1</sup>/<sub>1</sub> data

due parole "rendere e"; \_\_\_\_\_

Mica Istilla da me notorio extra al somparente  
de la affore. \_\_\_\_\_

  
Gian Lorenzo

