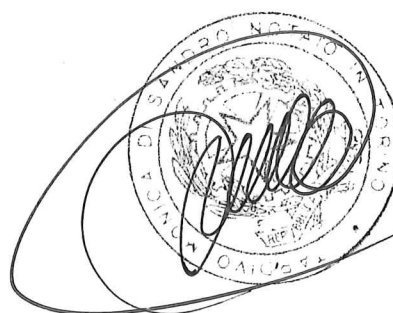


IMPOSTA DI BOLLO
ASSOLTA IN MODO
V I R T U A L E
AUTORIZZAZIONE
DELL'AGENZIA DELLE ENTRATE
UFFICIO TERRITORIALE
DI TORINO 1 N. 4/2019
DEL 29/03/2019 PROT. N. 34778/2019

Relazione di stima del valore delle azioni della
Banca Sella Holding Spa al 31 dicembre 2023

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

INDICE

1) Motivo, oggetto e natura dell'incarico	3
2) Data di riferimento	3
3) Oggetto della valutazione	4
4) Documentazione utilizzata	6
5) Ipotesi e limiti	8
6) Note metodologiche	9
7) Breve cenno sui metodi utilizzabili	11
8) Procedimento di valutazione adottato	25
8.1 Considerazioni generali	25
8.2 Considerazioni ai fini della scelta del metodo di valutazione	26
8.3 Ulteriori considerazioni	27
8.3.1 La determinazione delle valutazioni delle singole unità di business	27
8.3.2. Tassi di attualizzazione - Ke	29
8.3.3. Tassi di attualizzazione - Wacc	33
9) La valutazione di BSH	34
9.1 Identificazione del Patrimonio Netto contabile	35
9.1.1 Rettifiche al Patrimonio Netto contabile	36
9.1.2 Calcolo della eventuale fiscalità sulle riserve in sospensione	36
9.1.3 Calcolo del Patrimonio Netto Rettificato	36
9.2 Calcolo del fair value delle partecipazioni	36
9.2.1 Banca Sella	36
9.2.2 Sella Personal Credit	40
9.2.3 Sella Leasing	41
9.2.4 Sella Broker	42
9.2.5 Banca Patrimoni Sella	43
9.2.6 Sella SGR	45
9.2.7 Fabrik	46
9.2.8 Centrico	53
9.2.9 ILMS	56
9.2.10 Hype	56
9.2.11 illimity Bank	58
9.2.12 Sella India Software Services	58
9.2.13 Altre partecipazioni	59
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) Conclusioni	61

1) Motivo, oggetto e natura dell'incarico

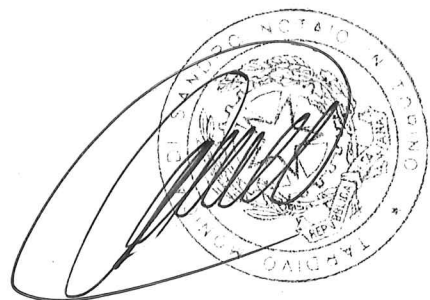
Il sottoscritto dottor Gianluca Ferrero nato a Torino (TO) il 07.12.1963, con studio in Torino in Via A. Vespucci n.15, iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Torino al n. 1021 e nel registro dei Revisori Contabili al n. 23492, ha ricevuto l'incarico di redigere una relazione giurata di stima per determinare il valore delle azioni della Banca Sella Holding S.p.A. (BSH) alla data del 31/12/2023.

La presente relazione giurata di stima aggiorna il valore delle azioni, già determinato nelle perizie giurate effettuate con cadenza periodica 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 31.12.2023.



3) Oggetto della valutazione

Oggetto della perizia è la determinazione del valore delle azioni della **Banca Sella Holding** (di seguito anche **BSH**), società Holding capogruppo del Gruppo Bancario Banca Sella.

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 "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 del 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.

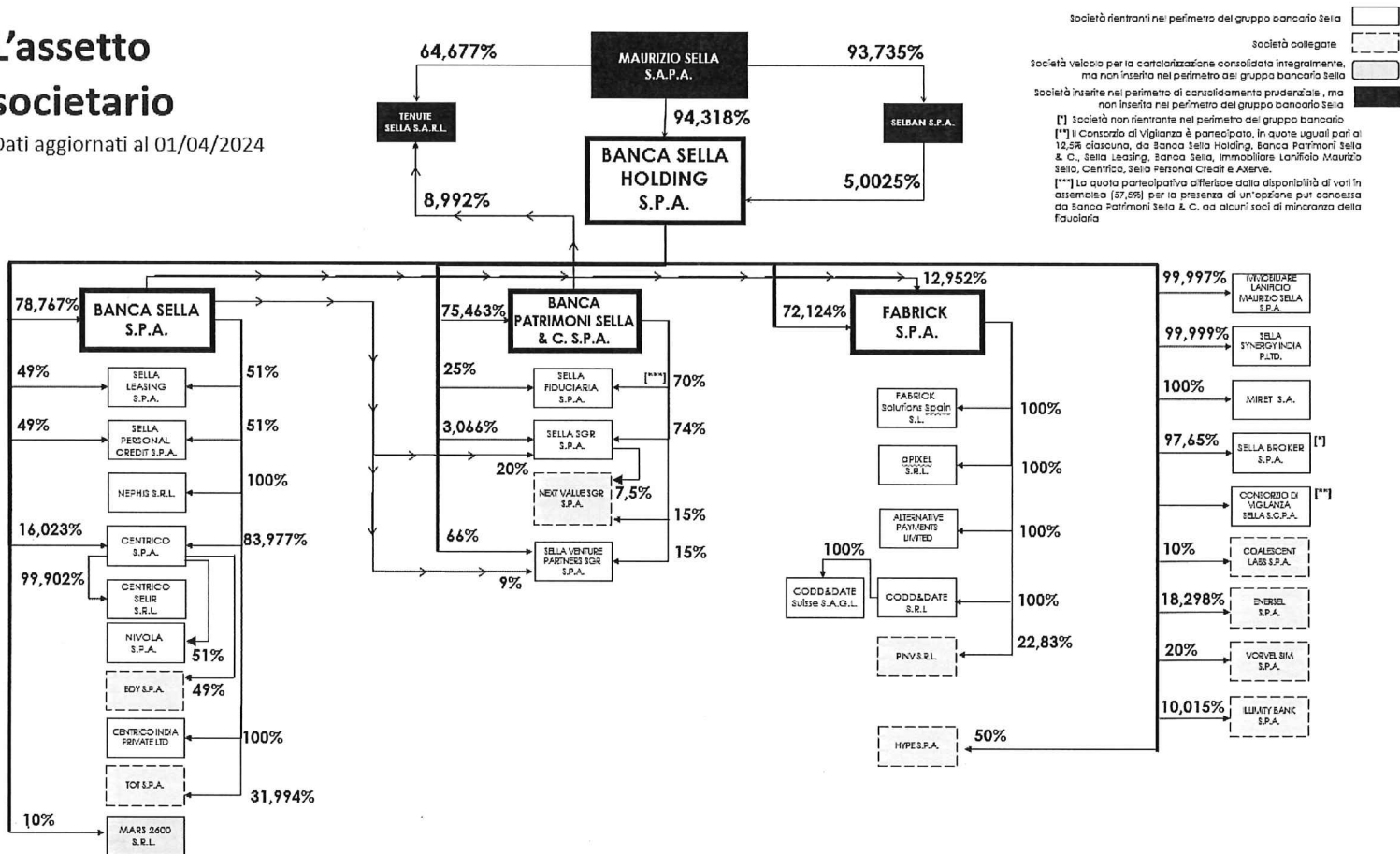
Capitale sociale: euro 107.311.312,00 interamente sottoscritto e versato, e rappresentato da n. 214.622.624 azioni del valore nominale di euro 0,50 (zero virgola cinquanta) ciascuna in circolazione, non detenendo la Società, alla data della valutazione, azioni proprie in portafoglio.

A large, stylized handwritten signature in dark ink is written over a circular notary stamp. The stamp features a star in the center and the text "NOTAIO" and "FEDERICO" around the perimeter.

Schema societario:

L'assetto societario

Dati aggiornati al 01/04/2024



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, 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 31.12.2023 approvati dal CdA del 28 marzo 2024;
- Bilanci al 31.12.2023 e previsioni economico/patrimoniali triennali 2024/2026 delle società controllate da BSH (salvo per la valutazione di alcune società, e.g. Sella Personal Credit, per cui si è valutato più corretto per le loro specifiche caratteristiche un piano di durata superiore ai 3 anni), approvati dai CdA delle diverse società e che includono assunzioni coerenti con l'attuale situazione macroeconomica;
- 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 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 consolidato annuale di BSH e nel bilancio separato annuale di BSH al 31 dicembre 2023 e gli eventi significativi accaduti successivamente a tale data che hanno avuto un impatto sulla società includendo quindi la fusione per incorporazione di Axerve in Fabrick risultata effettiva in data 01 Aprile 2024 e con efficacia contabile dal 01 Gennaio 2024 e l'aumento di capitale di Banca Patrimoni Sella con efficacia a partire dal 11 Marzo 2024, 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 della 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 sia quelli 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

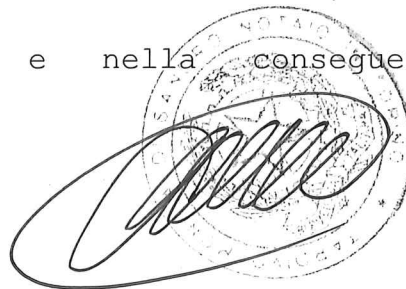
I principali e più accreditati metodi di valutazione sono di seguito sinteticamente illustrati al fine di una migliore comprensione dei calcoli e ragionamenti che seguiranno.

Metodo patrimoniale

Il metodo patrimoniale 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.

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 e 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:

VALORE ATTUALE DEL REDDITO PERPETUO: $W=R/i$

Il reddito medio atteso (R) 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

A handwritten signature in dark ink is written over a circular official stamp. The stamp contains some illegible text and a central emblem. The signature is fluid and cursive.

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 (Equity side)

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:

$$W = K + (R - i'K) \text{ an } \gamma i''$$

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;

$an \cdot i''$ = 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:

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

Dove:

PNR: Patrimonio Netto Rettificato;

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

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 ("PFN") alla data di valutazione.

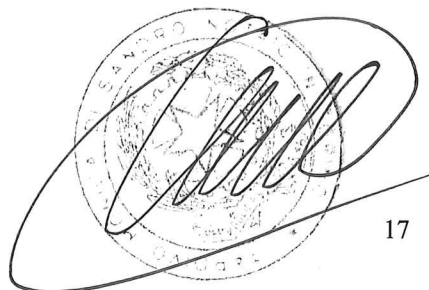
La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

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

- 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;
- 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 oggetto di valutazione. Tale variabile, stimata sulla base del valore medio riportato da molteplici fonti (Consensus Bloomberg, Economist Intelligence Unit, Prometeia, Banca d'Italia, Target BCE ed il World Economic Outlook-IMF), è pari a 2,00;
- 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) - Excess Capital valorizza la capacità prospettica delle società ed istituzioni finanziarie di generare utili distribuibili nel rispetto dei vincoli patrimoniali regolamentari.

La formula utilizzata per la valutazione è la seguente:

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

- 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 («Y_n»), 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.

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:

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

- 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 (« $K_e * \text{PF}$ »), calcolato sulla base del K_e . 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 K_e 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: $P/E = \text{Price Earning}$, 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.

- H-Dividend Discount Model (H-DDM):

L'H-Model Dividend Discount è una variante del Dividend Discount Model (DDM) - Excess Capital. Tale modello viene spesso utilizzato ed è particolarmente utile per le società con una struttura di crescita non lineare dei dividendi e nelle quali il potenziale della società non è espresso o non è del tutto rappresentato nel periodo di piano. Tale modello permette quindi di prolungare il periodo di piano per un intervallo temporale extra e conseguentemente di stimare un tasso di crescita aggiuntivo («g extra») ed un tasso di crescita finale («g rate») al quale la crescita degli utili e conseguentemente dei dividendi si stabilizzerà nel lungo periodo.

$$\text{Equity value} = \sum_{i=1}^n Y_i / (1 + Ke)^i + TV / (1 + Ke)^n$$

dove: $TV = TV_{GGM} + TV_{Extra-crescita}$

$$TV_{GGM} = \frac{Y_n(1 + g_{rate})}{K_e + g_{rate}} \quad TV_{Extra-crescita} = \frac{Y_n(g_{extra} - g_{rate})H}{K_e + g_{rate}}$$

- 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, è calcolato, come somma del terminal value derivante dall'applicazione della formula di Gordon e del terminal value derivante dall'applicazione dell'extra crescita. Il primo è stimato 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 secondo è calcolato come flusso distribuibile al termine del periodo di piano («Yn»), a cui viene applicato un tasso di crescita pari alla differenza tra il tasso g di extra crescita («g-extra») e il tasso di crescita («g») pari al tasso di inflazione di lungo periodo per il paese in cui

ha sede la società. Infine, tale risultato è poi moltiplicato per H corrispondente alla metà del periodo di extra-crescita.

- Il tasso di attualizzazione è stimato pari al K_e .

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;
- Avviamento stimato valorizzando delle 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 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 ad 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. A BSH, svolgendo 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:

Entità aziendali/CGU	Metodo valutativo	Paragrafo
Banca Sella	Media tra SoP e FMV	9.2.1
Sella Personal Credit	DDM	9.2.2
Sella Leasing	DDM	9.2.3
Sella Broker	DCF	9.2.4
Banca Patrimoni Sella	SoP	9.2.5
Sella SGR	DDM	9.2.6
Sella Fiduciaria	DDM	9.2.13
Sella Ventures SGR	DDM	9.2.13
Fabrick	50% SoP - 50% Round Aucap	9.2.7
Centrico	DCF	9.2.8
ILMS	PNR	9.2.9
Sella Vigilanza	DCF	9.2.13
Miret	Valore di liquidazione	9.2.13
Hype	H - DDM	9.2.10
Illimity Bank	FMV	9.2.11
Sella India Soft.	DCF	9.2.12
Nephis	DDM	9.2.13
Sella Synergy India	PNR	9.2.13

Centrico a sua volta controlla la Selir e Nivola mentre partecipa per il 49% in BDY e per il 13% in Sella Vigilanza: sono tutte valutate con il metodo del DCF.

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

Entità aziendali/CGU	Metodo valutativo	Paragrafo
Fabrick	SoP	
Fabrick SpA	DCF	9.2.7.1.1
Vipera Iberica	DCF	9.2.7.1.2
Codd & Date	DCF	9.2.7.2
dPixel	DCF	9.2.7.3
Judo pay	DCF	9.2.7.4
Altre partecipazioni	Valore di carico	9.2.7.5

- PNR: Patrimonio Netto Rettificato (PNR)
- DDM: Dividend Discount Model
- H - DDM : H model DDM
- FMV : Fair Market Value
- DCF: Discounted Cash Flow
- SoP: Sum of Parts

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 -2.240 mila euro.

8.3.2 Tasso di attualizzazione - Ke

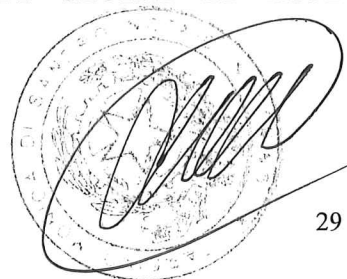
Per determinare il Ke utilizzato nell'ambito dell'applicazione dei metodi valutativi DDM, DCF ed Excess Return uno dei metodi più accreditati è il Capital Asset Pricing Model (CAPM), determinato sommando al rendimento degli investimenti ritenuti privi di rischio un premio per il rischio moltiplicato 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, calcolato sulla media degli ultimi 12 mesi (dati a marzo 2024) del rendimento dei titoli di stato decennali italiani pari al 4,15% (fonte: Bloomberg).

Sono assunti 6,93% per la Romania e 7,21% 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 4,77%, ossia il valore dell'ERP (ovvero 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) registrato negli ultimi 12 mesi (dati al 01.04.2024, 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 calcolato sulla base del dato mediano del panel di società comparabili (Fonte: Bloomberg) ed è pari a 1,21 per le banche commerciali, 1,17 per le Private Bank e per le altre società oscilla dallo 0,72 all'1,22 (fonte: Bloomberg).

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 (Fonte: «CRSP Size Study»), così calcolato:

I. Execution risk:

Il calcolo dell'execution risk si fonda su 4 Pilastri:

1. Livello di "ambiziosità interno dei Piani", per questo pilastro sono svolte 3 analisi:

- a. Scostamento tra il CAGR storico della/e misura/e più significative e il cagr dell'ultimo piano;
- b. Analisi degli scostamenti dei piani che misura il grado di raggiungimento degli obiettivi di Piano;

c. Effetto Piano che misura il delta tra la crescita in termini di utile / EBITDA dell'ultimo anno di previsione del nuovo piano rispetto all'ultimo anno di previsione del piano precedente e confronto con trend storico.

2. livello di "ambiziosità esterno" dei piani (per settore), per questo pilastro è svolta la seguente analisi:

a. Analisi dello scostamento tra il CAGR della/e misura/e più significative e il CAGR del mercato di riferimento.

3. livello di complessità di execution nel piano, per questo pilastro sono svolte la seguente analisi:

a. Cashout per i progetti previsto a Piano e confronto con quanto osservato nel triennio precedente;

b. Indicatore di dispersione → si è analizzata la % di progetti con un cashout <250 k e il confronto di quest'ultima con il triennio precedente.

4. livello di maturità/innovazione del mercato di riferimento/livello di dipendenza da fattori esogeni di scenario. In quest'ultimo caso viene espresso un giudizio qualitativo.

L'area Pianificazione e Controllo di gestione attraverso l'ausilio delle analisi svolte propone una valutazione di sintesi sul rischio di execution dei piani. Questa

valutazione è poi ulteriormente analizzata dalla Direzione e dal valutatore e porta ai seguenti risultati:

Valutazione di sintesi Execution risk

0	Piano «da battere»	+ 0%
1	Piano «normale»	+ 0% / +1%
2	Piano ambizioso	+ 1,5% / +2%
3	Piano aspirazionale	+ 2,5% / +3%

II. Durata piano: +1% se la durata del piano considerato è >3 anni.

III. 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 0,66%. Tale valore rappresenta il

size risk premium minimo, come size risk premium massimo è preso a riferimento quello delle società micro-cap pari al 3,07% (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:

$$WACC = K_e \frac{E}{D + E} + K_d \frac{D}{D + E} (1 - t)$$

Dove:

K_e : 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;

K_d : costo del debito finanziario ovvero il tasso di interesse al quale si ipotizza che l'azienda possa finanziarsi, dato medio di settore (Fonte: Damodaran gennaio 2024);

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

Di seguito per maggior comprensione si inserisce una tabella con la variazione dei tassi utilizzati, rispetto alle precedenti valutazioni.

	30/06/2022	31/12/2022	30/06/2023	31/12/2023
Tasso di crescita "g"	media di più fonti	media di più fonti	media di più fonti	media di più fonti
	Bloomberg Economist Intelligence Unit Prometeia World Economic Outlook-IMF Banca d'Italia Target BCE 1,87%	Bloomberg Prometeia World Economic Outlook-IMF Banca d'Italia Target BCE 2,00%	Bloomberg Prometeia World Economic Outlook-IMF Banca d'Italia Target BCE 2,02%	Bloomberg Prometeia World Economic Outlook-IMF Banca d'Italia Target BCE 2,00%
	media ultimi 9 mesi BTP 10Y 2,67%	media ultimi 6 mesi BTP 10Y 4,19%	media ultimi 12 mesi BTP 10Y 4,16%	media ultimi 12 mesi BTP 10Y 4,15%
CET1 Ratio Target	8,64% per il primo semestre 2022 (Risk Capacity) 9,90% per il secondo semestre 2022 11,15% per l'esercizio 2023 e 2024 (Risk Tolerance)	Risk Tolerance di Gruppo 11,73%	Risk Tolerance di Gruppo 11,73%	Risk Tolerance di Gruppo 11,66%
Premio per il Rischio	ERP ultimi 9 mesi 5,04%	ERP ultimi 6 mesi 5,67%	ERP ultimi 12 mesi 5,39%	ERP ultimi 12 mesi 4,77%

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 691.391 migliaia di euro così calcolata:

	Entità aziendali/CGU	Metodo valutativo	Valutazione 100%	Interessenza (%)	Valutazione pro-quota	Valore di carico	Plus/minus lorda	Plus/minus netta
BANCA COMMERCIALE	Banca Sella	media tra DDM e FMV	1.135.531	78,73%	894.004	506.825	387.179	381.855
	Sella Personal Credit	DDM	23.479	49,00%	11.505	33.326	21.822	21.822
	Sella Leasing	DDM	96.664	49,00%	47.365	15.393	31.972	31.533
	Sella Broker	DCF	10.184	97,65%	9.945	3.283	6.662	6.570
PRIVATE BANK	Banca Patrimoni Sella	DDM	216.607	74,79%	162.009	51.064	110.945	109.419
	Sella SGR	DDM	34.770	3,07%	1.066	641	425	419
	Sella Fiduciaria	DDM	3.632	25,00%	908	299	609	601
	Sella Ventures SGR	DDM	4.420	66,00%	2.917	993	1.924	1.898
OPEN BANKING	Fabrick	SOP	224.246	72,12%	161.735	21.387	140.348	138.418
	Centrico	DCF	99.998	16,02%	16.022	12.862	3.160	3.117
ALTRI BUSINESS	ILMS	PNR	238.623	100,00%	238.615	197.390	41.225	40.658
	Sella Vigilanza	DCF	396	12,50%	50	10	40	39
	Miret	PNR di liquidazione	1.809	100,00%	1.809	-	-	1.809
	Hype	H - DDM	224.414	50,00%	112.207	99.950	12.257	12.088
	illimity Bank	FMV	470.110	10,01%	47.048	58.642	11.594	11.594
								691.391

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	31/12/2023	Paragrafo
(A) PNR	820.850	9.1
(B) Plus/minus. su partecip.	691.391	9.3.1
(C) Valutazione Attività Holding	-134.638	9.3.2
(D) Rettifiche di consolidato	-2.240	8.3.1
Valutazione SoP BSH (A+B+C+D)	1.375.364	

9.1 Identificazione del Patrimonio Netto contabile

Sulla base del bilancio separato di BSH al 31.12.2023, il Patrimonio Netto contabile è così composto:

160 Capitale	107.311
150 Sov. Emissione	105.551
140 Riserve	618.620
110 Riserve da valutazione	7.174
180 Utile d'esercizio	-17.806
Totale Patrimonio Netto Contabile	820.850

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

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, essendo le azioni di BSE quotate sul mercato Hi-MTF, la media aritmetica tra il valore calcolato con il metodo del DDM ed il prezzo di mercato. 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 di valutare gli strumenti collegati alle azioni di una società bancaria 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 Vorvel (ancorché vi sia consapevolezza che gli scambi sul mercato siano molto ridotti).

- Il Metodo DDM

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DDM fanno riferimento al budget 2024-26, eccetto per quanto indicato nel § 4.

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 vengono sottratti i dividendi netti infragrupo dagli utili netti a piano.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2026, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un Ke del 12,08%.

Il CET 1 ratio target è stato aggiornato ed allineato al nuovo Risk Tolerance di Gruppo pari all'11,66% come target flat su tutto l'orizzonte di piano.

BANCA SELLA DDM							
Anno		31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	TV	
Utile Netto a piano			147.663	143.236	146.697		
Utile Netto rettificato			135.897	134.918	135.654	138.367	
RWA		4.733.378	4.830.075	5.052.897	5.443.941	5.552.820	
CET 1		959.192	708.704	691.655	721.647	773.131	
CET 1 Ratio		20,3%	14,7%	13,7%	13,3%	13,9%	
Excess capital attualizzato		403.967	129.832	81.584	61.708	885.402	
Somma excess capital attualizzati		677.091					
TV attualizzato		885.402					
Valutazione DDM		1.562.493					
2) Valore partecipazioni	% diretta	Valore di carico	Val carico 100%	Valutazione	Plus lorda	Aliquota tassazione	Plus netta
Sella Personal Credit	51,0%	43.248	84.800	23.479	-31.273	1.38%	-30.843

Sella Leasing	51,0%	45.288	88.800	96.664	4.011	1,38%	3.955
Nephis	100,0%	2.762	2.762	3.581	818	1,38%	807
Sella SGR	20,0%	3.659	18.294	34.770	3.295	1,38%	3.250
Fabrick	13,0%	15.479	119.509	224.246	13.565	1,38%	13.379
Sella Ventures SGR	9,0%	95	1.050	4.420	303	1,38%	299
Centrico	84,0%	74.480	88.691	99.998	9.495	1,38%	9.365
Centrico India	100,0%	510	510	12.676	12.166	1,38%	11.999
Sella Vigilanza	12,5%	10	80	396	40	1,38%	39
TOTALE							12.249

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 Vorvel, 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 12 mesi delle azioni BSE quotate sul mercato Vorvel, 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.

Data	P az voto singolo	Sconto	P az voto plurimo	100% BSE		Valutazione
				# azioni voto singolo	# azioni voto plurimo	
29/09/2023	0,965	8,67%	1,056	105.263.158	563.193.010	696.320

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

Valutazione Banca Sella

1) Banca Sella DDM	1.562.493
2) Plusvalore partecipazioni	12.249



Valutazione BSE	1.574.742
Valutazione BSE MKT	696.320
Valutazione BSE	1.135.531

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 budget 2024-2028.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2028, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un Ke del 12,73%.

Il CET 1 ratio target è stato aggiornato ed allineato al nuovo Risk Tolerance di Gruppo pari all'11,66% come target flat su tutto l'orizzonte di piano.

Sella Personal Credit DDM

Ke	12,73%							
CET 1 target		11,73%	11,66%	11,66%	11,66%	11,66%	11,66%	
g rate	2,00%							
Anno		31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27	31/12/28	TV
Utile Netto a piano			6.361	10.046	10.190	12.100	14.000	
Utile Netto Rettificato			7.025	10.777	11.081	13.205	15.216	15.521
Totale requisiti prudenziali		99.010	107.489	112.480	117.527	133.343	136.615	139.348
RWA		1.237.620	1.343.617	1.405.999	1.469.090	1.666.792	1.707.693	1.741.847
CET 1		111.793	155.613	167.443	166.021	184.500	209.564	214.638
CET 1 Ratio		9,0%	11,6%	11,9%	11,3%	11,1%	12,3%	12,3%
Excess capital		-33.380	-1.053	3.504	-5.275	-9.848	10.447	107.498

Excess capital attualizzato	-33.380	-934	2.757	-3.682	-6.097	5.738	59.038
Somma excess capital attualizzati	-35.598						
TV	59.038						
Plusvalore Sella							
Vigilanza	40						
Valutazione	23.479						

9.2.3 Sella Leasing - DDM

Per la valutazione del *fair value* di Sella Leasing è stato utilizzato il metodo DDM.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DDM fanno riferimento al budget 2024-26.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2026, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un *Ke* del 11,23%.

Il CET 1 ratio target è stato aggiornato ed allineato al nuovo Risk Tolerance di Gruppo pari all'11,66% come target flat su tutto l'orizzonte di piano.

Sella Leasing DDM

Ke	11,23%					
CET 1 target		11,73%	11,66%	11,66%	11,66%	
g rate	2,00%					
Anno		31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	TV
Utile Netto a piano			5.564	6.917	8.980	
Utile Netto Rettificato			4.768	6.189	8.323	8.489
Totale requisiti prudenziali		44.619	45.433	51.001	52.963	54.022
RWA		557.732	567.908	637.514	662.035	675.276
CET 1		101.441	70.182	72.408	82.657	85.683
CET 1 Ratio		18,2%	12,4%	11,4%	12,5%	12,7%
Excess capital		36.019	3.964	-1.927	5.464	75.219
Excess capital attualizzato		36.019	3.564	-1.557	3.970	54.654

Somma excess capital attualizzati	41.995
TV	54.654
Plusvalore Sella Vigilanza	15
Valutazione	96.664

9.2.4 Sella Broker - DCF

Per la valutazione del fair value di Sella Broker è stato utilizzato il metodo DCF.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al budget 2024-26.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2026 a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un Ke del 11,23%.

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2023 è pari a - € 2,6 m.

Sella Broker DCF	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	TV
EBITDA		970	1.082	1.227	1.227
Total Depreciations		112	158	176	176
EBIT		857	924	1.051	1.051
Imposte		-348	-370	-407	-293
Nopat		509	553	644	758
Gross Cash Flows		622	711	820	934
Capex		72	-72	12	176
Delta fondi		0	0	0	0
Unlevered Free Cash Flow		459	683	708	758
UFCF		459	683	708	8.444
Discounted UFCF		413	553	515	6.148
 Enterprise Value	 7.630				
IFN	-2.554				
Equity value (100%)	10.184				

9.2.5 Banca Patrimoni Sella - DDM

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, è stato utilizzato il metodo DDM che 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.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DDM fanno riferimento al budget 2024-26.

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 vengono sottratti i dividendi netti infragruppo dagli utili netti a piano.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2026 a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

E' stato calcolato anche il "valore della provvigione aggiuntiva". Questo è dato dall'ipotesi che dopo la fine delle previsioni al 2026, il costo per l'acquisizione dei consulenti finanziari decresca fino a svanire nel 2035; Infatti, il costo di acquisizione è ammortizzato in 8 anni.

L'ammortamento previsto di questi costi comporta una redditività maggiore nel terminal value e un add-on alla valutazione pari a ca. 14,75 mln€. L'ipotesi sottostante questa valorizzazione è che la redditività della Banca in perpetuity, a partire dal 2027, è calcolata su un livello di Raccolta che non abbia un'ulteriore crescita esogena attraverso l'acquisizione di consulenti finanziari.

Nella valorizzazione della Banca è stata inserita anche la variazione in positivo del capitale dovuta all'operazione di aumento di capitale divenuta efficace l'11 marzo 2024 e pari a 16,575 mln€.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un Ke del 11,56%.

Il CET 1 ratio target è stato aggiornato ed allineato al nuovo Risk Tolerance di Gruppo pari all'11,66% come target flat su tutto l'orizzonte di piano.

1) BPS DDM						
Ke	11,56%					
CET 1 target		11,73%	11,66%	11,66%	11,66%	
g rate	2,00%					
Anno		31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	TV
Utile Netto rettificato			20.432	20.433	20.015	20.416
RWA		918.578	1.016.057	1.140.078	1.227.943	1.252.502
CET 1		129.668	144.054	138.561	152.459	163.594
CET 1 Ratio		14,1%	14,2%	12,2%	12,4%	13,1%
Excess capital attualizzati		21.919	22.931	4.522	6.685	132.245
Somma excess capital attualizzati	56.057					
TV attualizzato	132.245					
Valore provvigione aggiuntiva	14.752					
Valutazione	203.054					

2) Valore partecipazioni	% diretta	Val carico	Val carico 100%	Valutazione	Plus lorda	Aliquota	Plus netta
Sella Fiduciaria	70,00%	1.496	2.137	3.632	1.046	1,38%	1.032
Sella SGR	74,00%	13.579	18.350	34.770	12.150	1,38%	11.983
Sella Ventures SGR	15,00%	158	1.050	4.420	505	1,38%	498
Sella Vigilanza	12,50%	10	80	396	40	1,38%	39
							13.553

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

Valutazione Banca Patrimoni Sella	
1) Banca Patrimoni DDM	203.054
2) Plusvalore partecipazioni	13.553
Valutazione BPA	216.607

9.2.6 Sella SGR - DDM

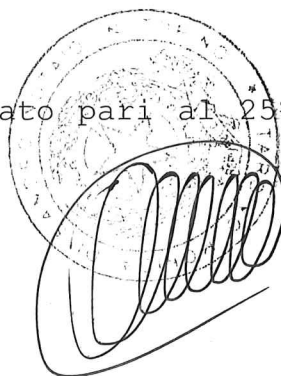
Per la valutazione del fair value di Sella SGR, che opera nel settore del risparmio gestito, è stato utilizzato il metodo DDM.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DDM fanno riferimento al budget 2024-26.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2026, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un Ke del 13,28%.

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



Sella SGR DDM

Ke	13,28%
Requisito capitale min (% opex)	25,0%
g rate	2,00%
Assorbimenti	8,0%
Data di riferimento	31/12/23

Anno	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	TV
Utile Netto a piano		1.921	2.584	3.243	
Utile Netto rettificato		1.720	2.459	3.124	3.187
Patrimonio minimo regolamentare	3.240	3.157	3.317	3.551	3.622
Patrimonio netto finale	13.646	4.961	5.616	6.442	6.738
Excess capital	10.406	1.803	2.299	2.891	27.611
Excess capital attualizzato	10.406	1.592	1.791	1.988	18.992
Somma excess capital attualizzati	15.777				
TV	18.992				
Valutazione	34.770				

9.2.7 Fabrick – media SOP e media 50% round aucap

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 stata utilizzata la media aritmetica tra il valore calcolato con il metodo della somma delle parti (SOP), idoneo a far emergere le singole componenti del valore e la valorizzazione, in seguito all'operazione di aumento di capitale avvenuta nel 2023, della sottoscrizione di azioni di nuova emissione da parte di soci tra cui il gruppo Mastercard in qualità di *lead investor*. Tale valutazione è pari al valore post-money di Fabrick di circa 322m€ al netto delle opzioni antidilution e liquidation preference (valutazione Archè 3.01.2023).

Metodi di valutazione delle partecipazioni:

9.2.7.1.1 Fabrick SpA - DCF

Per la valutazione del fair value di Fabrick SpA ed in previsione della fusione per incorporazione di Axerve in Fabrick avvenuta il 1° Aprile 2024 con efficacia contabile dal 1° Gennaio 2024, data nella quale Axerve ha cessato di esistere vedendo il trasferimento integrale della clientela, del personale e delle attività in Fabrick; è stato utilizzato il metodo del DCF su un piano societario che include oltre al piano di Fabrick il piano della stessa Axerve. La società risultante è quindi dedicata sia allo sviluppo di soluzioni di open banking per Fintech e altre istituzioni finanziarie, sia alla fornitura di soluzioni di pagamento in-store ed online attraverso la soluzione di payment orchestra e payment gateway.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al budget 2024-27.

Sulla base delle indicazioni fornite dal management, si è ipotizzato che il livello di capex al termine del periodo di piano sia costante e pari a € 8,9 m annui.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 11,61%.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2027, a cui è stato applicato un tasso di crescita

A large, stylized handwritten signature in black ink is positioned over a circular official stamp. The stamp contains some illegible text and a central emblem. The signature is written in a cursive, flowing style.

(«g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2023 è pari a - € 9,0 m.

Fabrick SPA DCF	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27	TV
EBITDA		4.890	14.844	29.419	36.004	36.004
Total Depreciations		16.556	19.558	22.045	21.368	8.940
EBIT		-11.666	-4.714	7.374	14.636	27.064
Imposte		3.816	1.971	-1.979	-4.448	-7.551
Nopat		-7.850	-2.743	5.395	10.188	19.513
Gross Cash Flows		8.706	16.815	27.440	31.556	28.453
Variazioni CCN		-2.867	-4.153	-5.889	-4.571	
Capex		22.994	19.419	17.162	15.534	8.940
Delta fondi		0	0	0	0	0
Unlevered Free Cash Flow		-17.155	-6.757	4.389	11.451	19.513
UFCF		-17.155	-6.757	4.389	11.451	207.058
Discounted UFCF		-15.370	-5.424	3.157	7.379	133.427
Enterprise Value	123.168					
IFN	-8.982					
Equity value	132.150					

9.2.7.1.2 Fabrick solutions Spain - 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 budget 2024-26.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 11,96%.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2026, a cui è stato applicato un tasso di crescita

(«g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2023 è pari a circa - € 2,4m.

Vipera Iberica DCF	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	TV
EBITDA		1.321	1.467	1.867	1.867
Total Depreciations		15	15	15	15
EBIT		1.306	1.452	1.852	1.852
Imposte		-252	-362	-462	-517
Nopat		1.053	1.090	1.390	1.336
Gross Cash Flows		1.068	1.105	1.405	1.351
Variazioni CCN		-237	-249	-430	
Capex		0	0	0	15
Delta fondi		0	0	0	0
Unlevered Free Cash Flow		831	856	975	1.336
UFCF		831	856	975	13.677
Discounted UFCF		742	683	695	9.745
Enterprise Value		11.865			
IFN		-2.401			
Equity value Vipera Iberica		14.266			

9.2.7.2 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 budget 2024-26.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 12,80%.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2026, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2023 è pari a circa - € 1,0 m.

Codd & Date	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	TV
EBITDA		1.197	1.469	1.642	1.642
Total Depreciations		22	25	26	26
EBIT		1.175	1.444	1.616	1.616
Imposte		-313	-392	-439	-451
Nopat		863	1.052	1.176	1.165
Gross Cash Flows		885	1.077	1.202	1.191
Variazioni CCN		-308	-384	-194	
Capex		0	0	0	26
Delta fondi		0	0	0	0
Unlevered Free Cash Flow		577	693	1.008	1.165
UFCF		577	693	1.008	11.006
Discounted UFCF		512	545	702	7.669
 Enterprise Value	 9.428				
IFN	-1.005				
Equity value (100%)	10.433				

9.2.7.3 dPixel - DCF

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 utilizzato il metodo del DCF.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al budget 2024-26.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 10,62%.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2026, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2023 è pari a - € 2,6 m.

dPixel DCF	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	TV
EBITDA		15	106	181	181
Total Depreciations		0	0	0	0
EBIT		15	106	181	181
Imposte		-4	-31	-53	-51
Nopat		11	75	129	131
Gross Cash Flows		11	75	129	131
Variazioni CCN		-49	-4	-7	
Capex		0	0	0	0
Delta fondi		0	0	0	0
Unlevered Free Cash Flow		-38	71	122	131
UFCF		-38	71	122	1.546
Discounted UFCF		-34	58	90	1.142
Enterprise Value	1.256				
IFN	-2.608				
Equity value	3.865				

9.2.7.4 Judopay - DCF

Per la valutazione del fair value di Judopay, società operativa nel settore dei payment, è stato utilizzato il metodo del DCF.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al budget 2024-27.

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 15,59%.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2027, a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2023 è pari a - € 0,3 m.

Judopay	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	31/12/27	TV
EBITDA		-1.970	1.679	2.020	2.328	2.328
Total Depreciations		217	385	387	383	383
EBIT		-2.187	1.294	1.633	1.945	1.945
Imposte		0	0	0	0	-369
Nopat		-2.187	1.294	1.633	1.945	1.575
Gross Cash Flows		-1.970	1.679	2.020	2.328	1.958
Variazioni CCN		-428	-538	-132	-251	
Capex		1.200	0	0	0	383
Delta fondi		0	0	0	0	0
Unlevered Free Cash Flow		-3.597	1.141	1.888	2.077	1.575
UFCF		-3.597	1.141	1.888	2.077	11.823
Discounted UFCF		-3.112	854	1.223	1.163	6.623
Enterprise Value	6.751					
IFN	-251					
Equity value (100%)	7.002					

9.2.7.5 Altre partecipazioni di minoranza

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

Partecipazioni di minoranza	Valore di carico	%
Findynamic	1.575	21,8%
Banxware	900	12,4%
Smartpricing	870	12,0%
Sardex	728	10,1%
MyPass	677	9,4%
Viceversa	618	8,6%
Altre partecipazioni	1.862	25,7%
Valore di carico totale	7.230	

Riassumendo la valutazione di Fabrick risulta la seguente:

Fabrick SOP	31/12/2023
Fabrick SPA	132.150
	14.266
Codd & Date Srl	10.433
dPixel	3.865
	7.002
Partecipazioni di minoranza	7.230
EQUITY VALUE FABRICK	174.946

Valorizzazione Mercato	
Round Mastercard	273.546
Ponderazione mercato	50%

Valutazione complessiva Fabrick	224.246
--	----------------

9.2.8 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.

La società detiene la partecipazione di controllo in Selir (100%) ed in Nivola (51%).

La valutazione di Centrico è pari alla somma tra il valore di Centrico, delle partecipazioni di controllo in Selir e Nivola e delle partecipazioni per il 49% in BDY e del 13% in Sella Vigilanza:

Valutazione Centrico	
Centrico	61.440
Nivola	7.749
BDY	13.946
Selir	16.814
Sella Vigilanza	50
Totale Centrico	99.998

9.2.8.1 Equity value Centrico DCF

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al budget 2024-26.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2026 a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari al 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 11,73%.

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2023 è pari a € 10,3 m.

€/000	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	TV
Ebitda		20.985	23.337	34.541	34.541
Ammortamenti e Accantonamenti		25.848	28.793	31.333	25.000
EBIT		-4.863	-5.456	3.209	9.541
Imposte		1.665	3.236	-35	-2.662
NOPAT		-3.197	-2.220	3.174	6.879
Gross Cash Flow		22.651	26.573	34.507	31.879
Variazioni CCN		-905	-519	-1.397	
Capex non immobiliari		25.100	102	29.678	
Capex immobiliari		0	2	0	
Capex totali		25.167	197	29.687	25000
Delta Fondi		0	0	0	0

Unlevered Free Cash Flow ("UFCF")	-3.421	25.858	3.422	6.879
UFCF	-3.421	25.858	3.422	72.089
UFCF attualizzati	-3.062	20.712	2.453	51.679
Somma UFCF attualizzati	20.103			
TV attualizzato scontato	51.679			
IFN	10.343			
Equity Value	61.440			

9.2.8.2 Partecipazione di controllo Selir - DCF

Per la valutazione del fair value di Selir, i flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al budget 2024-26.

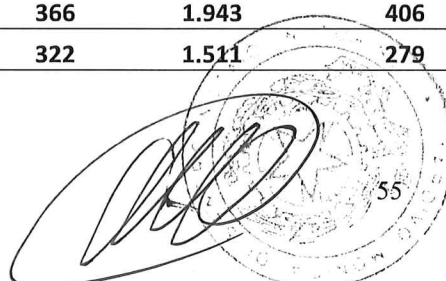
Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2026 a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari al 2,54% (inflazione di lungo periodo per la Romania). L'attualizzazione dei flussi di cassa è stata effettuata utilizzando un WACC pari al 13,41%.

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2023 è pari a - € 8,0 m.

€ k	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	TV
Ebitda		1.758	1.850	1.887	1.887
Ammortamenti e Accantonamenti		578	593	596	596
EBIT		1.180	1.256	1.291	1.291
Imposte		-193	-206	-212	-258
NOPAT		987	1.050	1.079	1.033
Gross Cash Flow		1.565	1.644	1.675	1.629
Variazioni CCN		-181	-169	-45	
Capex		1.018	-469	1.224	596
Delta fondi		0	0	0	0
Unlevered Free Cash Flow		366	1.943	406	1.033
UFCF		366	1.943	406	9.742
UFCF attualizzati		322	1.511	279	6.679

Enterprise Value

8.791



IFN	-8.039
Equity Value	16.830

9.2.8.3 Altre partecipazioni di Centrico

- BDY: DCF pari ad euro 13.946 migliaia;
- Nivola: DCF pari ad euro 7.749 migliaia;
- Sella Vigilanza pari ad euro 50 migliaia.

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

Società immobiliare del Gruppo Sella, la valutazione è stata effettuata mediante il metodo del patrimonio netto rettificato.

ILMS	
Patrimonio netto	238.649
Altre attività immateriali	41
PN Tangibile	238.608
Plusvalore partecipazioni	15
Valutazione	238.623

9.2.10 Hype - DDM H MODEL

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

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DDM fanno riferimento al budget 2024-28.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2028, a cui è stato applicato un tasso di crescita

(«g») pari a 2,00% (valore medio inflazione di lungo periodo per l'Italia).

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un Ke del 16,03%.

La quota di partecipazione è del 50%.

Hype H-DDM

Ke 16,03%

g rate 2,00%

Data di riferimento 31/12/2023

Periodo 0,0 1,0 2,0 3,0 4,0 5,0 5,0

Anno 31/12/23 31/12/24 31/12/25 31/12/26 31/12/27 31/12/28 TV

Utile Netto a piano -6.204 2.684 2.971 9.146 22.849 40.996

Rettifica per la liquidità 0 -195 -109 -131 -298 -659

Utile Netto rettificato -6.204 2.489 2.862 9.015 22.551 40.337 41.144

Requisiti patrimoniali di vigilanza

Totale requisiti prudenziali 11.344 13.101 15.109 17.341 19.639 25.989 26.509

Excess capital 9.387 -1.320 -683 4.632 17.409 27.501

Excess capital attualizzati 9.387 -1.138 -508 2.965 9.606 13.078

Somma excess capital attualizzati 33.390

TV attualizzato 191.024

Valutazione 224.414

9.2.11 Illimity Bank - valore di mercato

Per la valutazione del fair value di illimity Bank, società che svolge l'attività propria di banca commerciale, è stato utilizzato il prezzo medio ponderato per i volumi degli ultimi 6 mesi di scambi essendo quotata alla Borsa Italiana dove è presente negli indici FTSE Italia Mid Cap e FTSE Italia STAR.

Quota in illimity Bank	
Azioni totali	83.827.885
Price/Share Average 6m	5,61
Valore lordo totale	470.109.572
Quota BSH	47.048.023

9.2.12 Sella India Software Services - DCF

Per la valutazione del fair value di Sella India Software Services, che svolge l'attività di produzione di software per le altre società del Gruppo è stato utilizzato il metodo DCF.

I flussi di cassa attesi considerati per l'applicazione del DCF fanno riferimento al budget 2024-26.

Il Terminal Value è stato calcolato sulla base del flusso di cassa 2026 a cui è stato applicato un tasso di crescita («g») pari al 4,00% (inflazione di lungo periodo per l'India).

L'attualizzazione dei flussi è stata effettuata ad un WACC del 13,89%.

L'Indebitamento Finanziario Netto (IFN) al 31/12/2023 è pari a € 0,2 m.

Sella India Sw Services DCF	31/12/23	31/12/24	31/12/25	31/12/26	TV
-----------------------------	----------	----------	----------	----------	----

EBITDA	1.845	1.959	2.068	2.068
Total Depreciations	66	104	137	137
EBIT	1.779	1.855	1.931	1.931
Imposte	-473	-492	-511	-579
Nopat	1.306	1.363	1.420	1.352
Gross Cash Flows	1.372	1.467	1.557	1.489
Variazioni CCN	-118	-49	-51	
Capex	0	0	0	137
Delta fondi	0	0	0	0
Unlevered Free Cash Flow	1.254	1.417	1.506	1.352
UFCF	1.254	1.417	1.506	14.214
Discounted UFCF	1.101	1.093	1.020	9.621
Enterprise Value	12.835			
IFN	159			
Equity Value	12.676			

9.2.13 Altre partecipazioni

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

- Sella Fiduciaria: DDM pari ad euro 3.632 migliaia;
- Sella Ventures SGR: DDM pari ad euro 4.420 migliaia;
- Sella Vigilanza: DCF pari ad euro 396 migliaia;
- Miret: Valore di liquidazione pari ad euro -1.809 migliaia;
- Nephis: DDM pari ad euro 3.581 migliaia;
- Sella Synergy India: PNR pari a euro 1.692 migliaia.

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/minu netta
BANCA COMMERCIALE	Banca Sella	894.004	381.855
	Sella Personal Credit	11.505	- 21.822
	Sella Leasing	47.365	31.533
	Sella Broker	9.945	6.570
PRIVATE BANK	Banca Patrimoni Sella	162.009	109.419
	Sella SGR	1.066	419
	Sella Fiduciaria	908	601
	Sella Ventures SGR	2.917	1.898
OPEN BANKING	Fabrick	161.735	138.418
	Centrico	16.022	3.117
ALTRI BUSINESS	ILMS	238.615	40.658
	Sella Vigilanza	50	39
	Miret	- 1.809	- 1.809
	Hype	112.207	12.088
	illimity Bank	47.048	- 11.594
			691.391

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 2022/2026 al netto degli eventi straordinari e dei dividendi distribuiti dalle società partecipate.

Il tasso di attualizzazione è stimato pari al Ke del 9,92%.

Calcolo utile normalizzato	2022	2023	2024	2025	2026
<i>Importi in € migliaia</i>					
UTILE NETTO	41.560	-17.857	17.806	14.528	20.079
Storno dividendi infragruppo	-20.456	-31.171	-43.582	-42.420	-48.165
Storno dividendi infragruppo netto effetto fiscale	-19.605	-29.874	-41.769	-40.656	-46.162
Storno eventi straordinari infra	901	34.262	0	0	0

Utile normalizzato	22.856	-13.469	-23.963	-26.128	-26.083
--------------------	--------	---------	---------	---------	---------

	Perpetuity
Utile Normalizzato medio	-13.357
Tasso di attualizzazione	9,92%
Valutazione attività di holding	-134.638

10) Conclusioni

In funzione dell'applicazione del processo valutativo sopra illustrato il sottoscritto perito stima che il valore del capitale di BSH al 31 dicembre 2023 ammonti ad Euro migliaia 1.375.364 così ottenuto:

Valutazione BSH metodo SoP	
migliaia di euro	31/12/23
(A) PNR	820.850
(B) Plus/minus. su partecip.	691.391
(C) Valutazione Attività Holding	-134.638
(D) Rettifiche di consolidato	-2.240
Valutazione PNR BSH (A+B+C+D)	1.375.364

Sulla base degli elementi e delle valutazioni sopra svolte, il sottoscritto ritiene che, con riferimento alla data del 31 dicembre 2023 possa quindi essere stabilito per BSH un valore unitario arrotondato di Euro 6,41 per ciascuna delle numero 214.622.624 azioni da nominali Euro 0,5 ciascuna oggetto di valutazione.

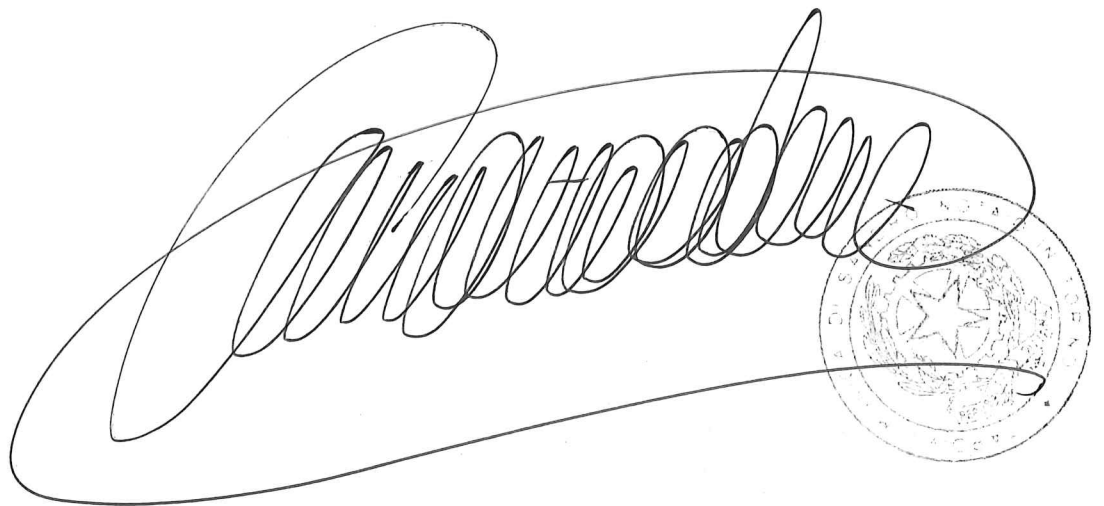
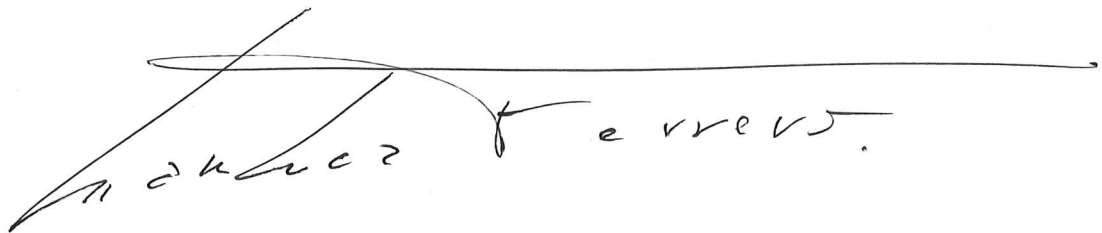
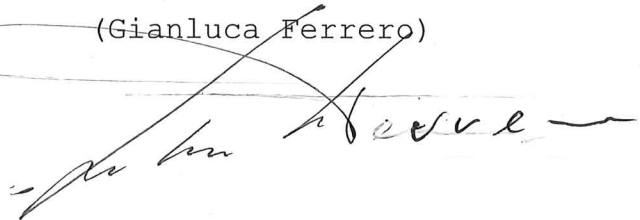
Distribuzione del dividendo

In data 29 aprile 2024 l'Assemblea di BSH ha deliberato un dividendo di Euro 0,0501 per azione. Conseguentemente a tale

evento, il prezzo per azione successivo alla data di erogazione del dividendo sarà pari a Euro 6,36 per azione.

Torino, 8 maggio 2014

(Gianluca Ferrero)





Repertorio n. 31.072 ———

Verbale di asseverazione. ———

——— REPUBBLICA ITALIANA ———

L'anno duemilaventiquattro, il giorno quattordici del mese di maggio ———

——— (14/05/2024) ———

in Torino, in una sala posta al piano primo dello ———

stabile sito in via Amerigo Vespucci n. 15, alle ore dodici e ventiquattro
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, do-
miciliato a Torino, via Vespucci n. 15, codice fiscale FRR GLC
63T07 L219H, di cittadinanza italiana, ———
della identità personale del quale 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'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

comparente che lo approva e meco in conferma lo sottoscrive alle

ore dodici e Trentacinque minuti circa. _____

Consta il presente verbale di un foglio scritto, da persone di mia

fiducia, per una pagina intera e quanto alla seconda sin qui. _____

Luca C. Verre

Procuratore

