

Giglio Group S.p.A.

Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 quarto comma, primo periodo, e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, D. Lgs. 58/98

Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441 quarto comma, primo periodo, e sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, D. Lgs. 58/98

Agli Azionisti di
Giglio Group S.p.A.

1. Motivo e oggetto dell'incarico

In relazione alla proposta di aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile e 158, primo comma, del D. Lgs. 58/98 ("TUF"), abbiamo ricevuto da Giglio Group S.p.A. ("Giglio Group" o la "Società" e, unitamente alle sue controllate, il "Gruppo Giglio") la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione datata 16 settembre 2019 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (la "Relazione degli Amministratori"), che illustra e motiva la suddetta proposta di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione, indicando i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione.

La proposta del Consiglio di Amministrazione, così come descritta nella Relazione degli Amministratori, ha per oggetto l'aumento del capitale sociale a pagamento di Giglio Group, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, da sottoscrivere mediante conferimento di beni in natura e, quindi, con esclusione del diritto di opzione, a fronte dell'emissione di n. 757.000 nuove azioni ordinarie di Giglio Group, al prezzo unitario di Euro 3,5, di cui Euro 3,3 a titolo di sovrapprezzo, per un controvalore di nominali Euro 151.400 e per un controvalore, comprensivo del sovrapprezzo, pari ad Euro 2.649.500,00 (l'"Aumento di Capitale").

La proposta del suddetto Aumento di Capitale sarà sottoposta all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria della Società fissata in unica convocazione per il giorno 31 ottobre 2019.

In riferimento all'operazione descritta il Consiglio di Amministrazione della Società ci ha incaricato di esprimere, ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del TUF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Giglio Group (il "Prezzo di Emissione").

2. Sintesi dell'operazione

Come illustrato nella Relazione degli Amministratori, in data 12 settembre 2019, Giglio Group e i soci (i "Soci") di E-Commerce Outsourcing S.r.l., con sede legale in Rho (MI), via Sesia 5, capitale sociale pari ad Euro 37.500,00 interamente versato, iscritta al Registro delle Imprese di Milano, Monza e Brianza, codice fiscale e P. IVA 08576060969 ("ECO"), hanno sottoscritto un accordo di investimento (l'"Accordo di Investimento") volto a disciplinare - *inter alia* - i termini e le condizioni dell'Aumento di Capitale, nonché della liberazione del medesimo mediante conferimento in natura di tutte le quote detenute in ECO da parte dei Soci della stessa (le "Quote"), da effettuarsi in proporzione alla percentuale di capitale dagli stessi detenuta in ECO.

Gli Amministratori evidenziano che al fine di valutare l'entità delle Quote oggetto del conferimento, inteso come la valutazione complessiva dei beni oggetto del conferimento (azienda) e la stima del loro valore, in data 26 agosto 2019 i Soci hanno assegnato al dott. Massimo Gramondi (il "**Perito**") l'incarico di redigere idonea perizia di stima - ai sensi dell'articolo 2343-ter del Codice Civile - del valore della totalità delle Quote (la "**Perizia ECO**"). Anche sulla base della Perizia ECO, Giglio Group ed i Soci di ECO hanno convenuto che il valore complessivo del conferimento fosse pari ad Euro 2.649.500,00 e che esso, per le ragioni discusse *infra*, venisse imputato, quanto a titolo di aumento di capitale, a nominali Euro 151.400 e, per il restante ammontare, pari a Euro 2.498.100, a sovrapprezzo.

La Relazione degli Amministratori segnala, inoltre, che l'operazione di Aumento di Capitale con conferimento in natura delle Quote ha ricevuto il preventivo parere favorevole del Consiglio di Amministrazione di Giglio Group, con delibera assunta in data 12 settembre 2019.

La Relazione degli Amministratori indica che l'operazione di conferimento si inquadra nel processo di riorganizzazione delle attività di Giglio Group e, in particolare, nel procedimento di focalizzazione, valorizzazione e sviluppo degli *assets* e competenze della società nel settore del commercio elettronico. Gli Amministratori evidenziano che l'operazione va pertanto valutata come parte integrante e distintiva del progetto di focalizzazione del *business* nel settore dell'*e-commerce* in linea con il piano industriale 2019-2023, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Giglio Group in data 15 marzo 2019 e ritenuto dagli Amministratori tuttora valido.

Gli Amministratori di Giglio Group riportano che ECO è uno dei più importanti *outsourcer* di servizi di *e-commerce* in Italia, con grandi competenze nell'ambito della tecnologia in area *e-commerce*, il vero punto di forza della società. L'attività di ECO si concretizza in quella di *e-commerce outsourcer* (come agente del cliente) e di *e-commerce integrator* (come consulente ai clienti per il supporto della loro gestione dell'*e-commerce*) e si basa su una propria piattaforma sviluppata internamente. ECO si avvale inoltre dell'utilizzo del marchio Terashop e vanta un'esperienza ventennale nel settore di cui è stato pioniere fin dal 1999.

Gli Amministratori evidenziano che l'operazione di conferimento, l'integrazione dei servizi offerta da ECO e la possibilità di avvalersi dell'evoluta tecnologia di quest'ultima permetteranno alla Società di:

- 1) creare importanti economie di scala, che le consentiranno risparmi concreti fin da subito, sviluppando soluzioni innovative, utilizzando risorse interne, riducendo il contributo di terzi, nonché riducendo i costi di licenze e utilizzo di altre strutture attualmente utilizzate per la creazione e la gestione dei negozi *online*;
- 2) rafforzare la propria organizzazione tecnica anche grazie all'inserimento nella propria forza lavoro di figure esperte nell'informatica, con elevata specializzazione nel settore dell'*e-commerce*, risorse altamente rilevanti in questo settore e difficili da reperire con tale profondità di competenze;
- 3) ampliare la struttura interna adibita ai servizi di *customer care*, con la possibilità di ridurre gli attuali costi derivanti dall'utilizzo di soggetti terzi per l'erogazione dei servizi; e
- 4) ampliare l'offerta commerciale disponibile per i clienti integrando l'attuale proposizione di *business* con *features* e soluzioni che determinano il fattore critico di successo nel processo di acquisizione di contratti di *outsourcing* o consulenze da parte dei *brand*.

Tali effetti sinergici risultano, secondo gli Amministratori della Società, di estrema importanza, soprattutto in questa fase del piano industriale di Giglio Group in cui sono previsti elevati investimenti in infrastrutture tecniche e sviluppo commerciale, tenuto conto che, da un lato, Giglio Group sta concretamente focalizzando la propria attività nel settore dell'e-commerce e, dall'altro lato, ha la necessità di gestire un elevato numero di nuovi clienti oltre che controllare il livello dei costi fissi, in attesa che la *pipeline* di contratti sia convertita in vendite e ricavi effettivi, per un periodo di latenza tra negoziazione e avvio delle operazioni.

3. Natura e portata del presente parere

Il presente parere di congruità, emesso ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, del TUF, ha la finalità di rafforzare l'informativa a favore degli Azionisti esclusi dal diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni ai fini del previsto Aumento di Capitale.

Più precisamente, il presente parere di congruità indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate ed è costituito dalle nostre considerazioni sull'adeguatezza, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, di tali metodi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società, che è stata svolta esclusivamente dagli Amministratori, né della partecipazione oggetto di conferimento, che rimane responsabilità ed oggetto della Perizia ECO effettuata dal dott. Massimo Gramondi, in qualità di Perito in conformità con quanto previsto dall'art. 2343-ter del Codice Civile.

4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalla Società i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione ottenuta, ed in particolare:

- a) la Relazione degli Amministratori del 16 settembre 2019 che illustra e giustifica le operazioni di aumento di capitale sociale, con esclusione del diritto d'opzione, ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, e sesto comma, del Codice Civile, indicando i criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione;
- b) il verbale del Consiglio di Amministrazione del 16 settembre 2019 che ha approvato la Relazione degli Amministratori di cui sopra;
- c) lo Statuto della Società;
- d) l'Accordo di Investimento sottoscritto in data 12 settembre 2019 da Giglio Group e dai Soci;
- e) la Perizia ECO denominata "*Relazione di stima ai sensi dell'art. 2343 ter del Codice Civile della società E-Commerce Outsourcing S.r.l.*", redatta in data 16 settembre 2019 dal Perito, a supporto del valore delle quote della E-Commerce Outsourcing S.r.l. oggetto di conferimento;
- f) i report denominati "*Equity Company Note - Mid Corporate*" emessi da Intesa Sanpaolo Research Department in data 21 marzo 2019 e 19 settembre 2019;

- g) i report denominati "News" e "Research Focus" emessi da Midcap Partners - Louis Capital Markets rispettivamente in data 2 aprile 2019 e 5 settembre 2019;
- h) il bilancio d'esercizio e consolidato di Giglio Group al 31 dicembre 2018, da noi assoggettati a revisione legale, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 9 aprile 2019;
- i) il bilancio semestrale consolidato abbreviato di Giglio Group al 30 giugno 2019, da noi assoggettato a revisione contabile limitata, la cui relazione di revisione contabile limitata è stata emessa in data 13 settembre 2019;
- j) l'andamento dei prezzi di mercato delle azioni di Giglio Group registrati nei periodi precedenti alla data della Relazione degli Amministratori;
- k) le ulteriori informazioni contabili ed extracontabili ritenute utili ai fini della presente relazione.

Abbiamo, inoltre, ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società, non sono intervenute variazioni rilevanti ai dati ed alle informazioni utilizzate nello svolgimento delle nostre analisi, o altri fatti e circostanze che possano avere un impatto significativo sui criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni indicati nella Relazione degli Amministratori che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità della presente relazione.

5. Metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni

5.1 Criteri utilizzati per la determinazione del Prezzo di Emissione delle Azioni

Il Consiglio di Amministrazione di Giglio Group, convocato per determinare l'Aumento di Capitale, ha proceduto preliminarmente alla determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni Giglio Group da emettere al servizio del conferimento delle Quote di ECO. In particolare, il Consiglio di Amministrazione ha previsto di aumentare il capitale sociale di Giglio Group tramite l'emissione di n. 757.000 nuove azioni ordinarie con esclusione del diritto di opzione, ad un prezzo unitario di emissione pari ad Euro 3,50 da liberarsi con il conferimento delle Quote pari al 100% del capitale sociale di ECO.

Considerando la proposta di aumentare il capitale sociale di Giglio Group tramite l'emissione di n. 757.000 nuove azioni ordinarie, sulla base dei valori attribuiti alle due società, la Società emetterà n. 20,19 azioni ordinarie per ciascuna quota di ECO (il cd. rapporto di concambio).

Gli Amministratori evidenziano che, considerando che la composizione del capitale sociale di Giglio Group attualmente è pari a n. 16.040.250 azioni, le azioni di Giglio Group di nuova emissione determineranno un incremento delle azioni Giglio Group a n. 16.797.250, con la quota assegnata ai Soci conferenti pari al 4,72% *pre money*. A seguito della liberazione dell'Aumento di Capitale, invece, i Soci conferenti deterranno il 4,5% del capitale sociale di Giglio Group.

La Relazione degli Amministratori indica che, in linea con la miglior prassi valutativa nazionale ed internazionale per il settore finanziario e con riferimento a quanto previsto dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, il Consiglio di Amministrazione di Giglio Group ha fatto riferimento, nella determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione di Giglio Group, al metodo di valutazione di seguito indicato nel paragrafo "Metodo delle Quotazioni di Borsa". Quale metodo di controllo, invece, si è fatto riferimento ai *Target Price* pubblicati dagli analisti di ricerca che seguono il titolo Giglio Group.

Le Quotazioni di Borsa sono espressamente richiamate, per le società quotate, dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, il quale recita: "[...] *La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre*".

Il Consiglio di Amministrazione ha approvato il prezzo di sottoscrizione di Euro 3,50 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, e lo ha verificato (in termini di congruità dello stesso) in base alla stima del valore effettivo del capitale economico di Giglio Group che gli Amministratori hanno condotto sulla base di un'ampia base informativa e mediante il ricorso ad una pluralità di criteri. Il prezzo di emissione deve essere idoneo, da un lato, a tutelare gli azionisti di Giglio Group che sono privati del diritto di opzione, al fine di evitare un'espropriazione del valore delle azioni da loro detenute a beneficio dei terzi, e, dall'altro, a consentire di cogliere le migliori opportunità esistenti nell'interesse di Giglio Group sotto il profilo industriale; la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni rinveniente dall'Aumento di Capitale ha dunque implicato un giudizio di congruità e di corretto bilanciamento tra le posizioni dei soci di Giglio Group risultanti prima dell'Aumento di Capitale e di quelli nuovi cui è riservato l'Aumento di Capitale stesso.

Gli Amministratori sottolineano inoltre che non si può tuttavia tralasciare che un'operazione di aumento di capitale riservato comporta comunque una valutazione di convenienza, legata ai vantaggi connessi alla creazione di valore che l'aumento di capitale con speciali finalità comporta e che, nel caso in discorso, sono riconducibili al primario obiettivo di rafforzare le competenze tecnologiche, il portafoglio delle soluzioni commerciali e le quote di mercato alla luce delle dinamiche di consolidamento del mercato e dell'opportunità prospettata. Per sua stessa natura, inoltre, il prezzo di emissione delle azioni in un'ipotesi di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione è un prezzo di offerta ai soci conferenti e, come tale, se da un lato deve tener conto del valore del capitale economico attribuibile alla società emittente, dall'altro deve considerare la disponibilità dei destinatari dell'offerta a riconoscere tale valore di ingresso.

Metodo delle Quotazioni di Borsa

Gli Amministratori indicano che questo metodo esprime il valore della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati, su mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società oggetto di valutazione. Le quotazioni di borsa, infatti, sintetizzano la percezione del mercato rispetto alle prospettive di crescita delle società ed al valore ad esse attribuibile sulla base delle informazioni conosciute dagli investitori in un determinato momento.

La suddetta metodologia è definita dagli Amministratori un criterio diretto, in quanto fa riferimento ai prezzi espressi dal mercato borsistico, indicativi del valore di mercato di un'azienda.

Nell'ambito dell'applicazione di tale metodo gli Amministratori evidenziano che occorre individuare un giusto equilibrio tra la necessità di mitigare, attraverso osservazioni su orizzonti temporali sufficientemente estesi, l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e quella di utilizzare un dato corrente, indicativo di un valore di mercato recente della società oggetto di valutazione.

Secondo gli Amministratori, i presupposti per l'adeguata applicazione del Metodo delle Quotazioni di Borsa sono i seguenti:

- ▶ *mercati efficienti*, in riferimento alla sistematica e tempestiva considerazione nei prezzi di tutte le informazioni pubblicamente disponibili;
- ▶ *ampio flottante*, in riferimento alla quota del capitale sociale negoziato sui mercati;

- ▶ *elevata liquidità*, in riferimento al volume degli scambi giornalieri aventi ad oggetto i titoli delle società oggetto di valutazione;
- ▶ *estesa copertura di ricerca*, in riferimento al numero di società di intermediazione finanziaria che pubblicano analisi sulle società oggetto di valutazione.

Ai fini della determinazione di un intervallo di valori connesso all'applicazione del presente metodo, gli Amministratori hanno considerato il prezzo ufficiale massimo e minimo assunto dal titolo negli ultimi 6 mesi, prendendo a riferimento la data del 10 settembre 2019.

In particolare, gli Amministratori indicano che è stato preso in considerazione l'intervallo di tempo dal 1 gennaio 2019, degli ultimi 6 mesi, degli ultimi 3 mesi e dell'ultimo mese, come di seguito riportato. (fonte: Teleborsa)

Euro

Periodo di riferimento	Media semplice	Volumi medi	Media ponderata per volumi	Min	Max	Valore della capitalizzazione determinata con la media semplice	Valore della capitalizzazione determinata con la media ponderata	Valore della capitalizzazione determinata con Min	Valore della capitalizzazione determinata con max
Ultimo prezzo	3,07	20.093				49.243.568			
Ultimo mese	2,82	24.774	2,86	2,53	3,10	45.172.399	45.887.496	40.581.833	49.724.775
Ultimi 3 mesi	2,83	49.338	2,99	2,53	3,23	45.398.843	47.947.357	40.581.833	51.810.008
Ultimi 6 mesi	3,05	59.035	3,25	2,53	3,83	48.856.346	52.142.506	40.581.833	61.434.158
Da inizio anno	3,10	81.764	3,37	2,08	3,90	49.722.041	54.125.064	33.363.720	62.556.975

(*) Rilevazioni aggiornate al 10 settembre 2019

La Relazione degli Amministratori evidenzia che, fissando il Prezzo di Emissione delle azioni a Euro 3,50 si avrebbe il seguente sviluppo di livelli di premio contro i valori medi di cui sopra:

Prezzo di Emissione	3,50
Ultimo prezzo	3,07
<i>Premio</i>	
Media semplice	
Ultimo prezzo	14,01%
Ultimo mese	24,28%
Ultimi 3 mesi	23,66%
Ultimi 6 mesi	14,91%
Da inizio anno	12,91%
Media ponderata	
Ultimo mese	22,34%
Ultimi 3 mesi	17,09%
Ultimi 6 mesi	7,67%
Da inizio anno	3,72%

Alla luce delle analisi svolte gli Amministratori evidenziano che il valore per azione di Giglio Group risultante dall'applicazione del Metodo delle Quotazioni di Borsa risulta compreso, con riferimento all'ultimo semestre - orizzonte temporale richiamato dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e ritenuto rilevante dal Consiglio di Amministrazione - tra Euro 2,53 ed Euro 3,83 per azione. In particolare, l'intervallo di valori è stato determinato calcolando, con riferimento ai prezzi registrati nel

sopra citato periodo, il valore minimo e il valore massimo.

L'utilizzo del Metodo delle Quotazioni di Borsa in base al criterio sopra riportato porta gli Amministratori ad individuare un valore economico di Giglio Group compreso in un intervallo tra Euro 40.581.832 ed Euro 61.434.157.

Sempre sull'orizzonte dei 6 mesi, orizzonte temporale che è richiamato dall'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile ed è stato ritenuto rilevante dal Consiglio di Amministrazione, gli Amministratori hanno altresì preso in considerazione il *range* di valore tra Euro 3,05 e Euro 3,25 per azione. In particolare, l'intervallo di valori è stato determinato calcolando, con riferimento ai prezzi registrati nel sopra citato periodo, la media semplice e la media ponderata per i rispettivi volumi.

L'utilizzo del Metodo delle Quotazioni di Borsa in base al criterio sopra riportato porta gli Amministratori ad individuare un valore economico di Giglio Group compreso in un intervallo tra Euro 48.856.346 ed Euro 52.142.506.

La Relazione degli Amministratori segnala che nel corso del primo semestre 2019 il corso azionario è stato frequentemente sopra il livello di Euro 3,00 con volumi nettamente superiori rispetto a quelli del secondo semestre 2019, fino al 10 settembre 2019. Nei fatti questo fenomeno manifesta una maggiore significatività dei prezzi nel primo semestre 2019, considerando anche il periodo estivo in cui tipicamente i volumi sono molto inferiori. Da inizio anno i volumi sono maggiori della media dei volumi dell'ultimo mese.

Nonostante un *trend* in decrescita dei volumi scambiati del titolo Giglio Group, in una fase anche di debolezza del corso azionario, la negoziazione del titolo per l'intero anno, ad avviso degli Amministratori, ha carattere di significatività e consistenza ai fini dell'utilizzo del Metodo delle Quotazioni di Borsa.

La media semplice dei prezzi nel primo semestre è pari ad Euro 3,20. La media ponderata per i volumi del primo semestre è pari ad Euro 3,46. Si sottende quindi un premio minimo, rispettivamente, del 9,44% e del 1,17% ed un valore prossimo al Prezzo di Emissione definito.

Gli Amministratori ritengono che la debolezza degli ultimi mesi è maggiormente legata a fattori esogeni alla valutazione dell'impresa, cioè fattori politici ed economici specifici della borsa di quotazione e del mercato domestici, oltre che al periodo estivo notoriamente a più bassa intensità di scambi, rarefazione degli scambi che maggiormente colpiscono le società *small cap*.

Liquidità azionaria

La Relazione degli Amministratori evidenzia che il concetto di liquidità in senso astratto si riferisce all'attitudine di un bene mobile o immobile ad essere convertito in moneta legale. Quanto più rapidamente e a costi contenuti questo avviene, tanto più il bene può essere considerato liquido e viceversa. Questa definizione applicata agli strumenti scambiati sui mercati finanziari ci porta direttamente al tema dello *spread* denaro/lettera, ovvero alla differenza tra i prezzi proposti da acquirenti e venditori di un titolo. Quanto più è ampia questa forbice tanto meno lo strumento finanziario in esame può essere definito liquido, dato che l'ampiezza riduce l'efficienza economica della conversione in moneta legale dello stesso (il compratore dovrà accettare di pagare un prezzo più elevato, il venditore di riceverne uno più basso).

Nell'accezione comune (e ampiamente più utilizzata) del termine liquidità si fa riferimento in senso

generico alla quantità degli scambi di uno strumento finanziario in borsa, come indicatore dell'attività e dell'interesse degli operatori. Esistono molti indicatori, dai più semplici fino a quelli più raffinati. Il primo è il volume scambiato, ovvero il numero di strumenti finanziari passati di mano durante il periodo preso in considerazione: normalmente la singola seduta, ma l'unità temporale utilizzata dipende dallo scopo della misurazione. Dal volume scambiato si passa agevolmente al controvalore scambiato, moltiplicando il volume per il prezzo di ogni scambio e sommandoli.

La *turnover velocity* indica invece il rapporto tra il volume scambiato (sempre nel periodo utilizzato come riferimento) e il numero di azioni totali, e ha il vantaggio di non essere influenzato dalle escursioni del prezzo né dal livello dei prezzi unitari. Una variante della *turnover velocity* può essere calcolata rapportando il volume scambiato al flottante, ovvero alla quota del totale delle azioni di una società non detenute dagli azionisti rilevanti. Il flottante stesso, rappresentando la percentuale del totale delle azioni non immobilizzate nei portafogli degli azionisti stabili (e quindi, per ipotesi, suscettibili di essere scambiate sul mercato), può essere inteso come un ulteriore indicatore di liquidità.

Nel caso di Giglio Group la Relazione degli Amministratori indica che il *turnover velocity ratio* degli ultimi 12 mesi (ossia, il rapporto tra volumi scambiati e il numero di azioni) è stato del 128%. La media del mercato MTA nel 2018 è stata del 106% (*fonte: Borsa Italiana*). Il rapporto del volume scambiato e flottante è stato del 280%. Il titolo di Giglio Group è quindi, ad avviso degli Amministratori, un titolo assai liquido, ovvero ha delle negoziazioni significative e più dense della media del mercato. La Relazione degli Amministrati indica che il Prezzo di Emissione fissato dal Consiglio di Amministrazione per le azioni di nuova emissione si ritiene dunque significativo.

Metodo dei target price degli analisti (metodo di controllo)

Gli Amministratori indicano che questo metodo si basa sull'analisi delle raccomandazioni riportate nei *research reports* pubblicati dalle principali case d'analisi al fine di individuare un teorico valore della società oggetto di valutazione.

La caratteristica principale di tale metodologia risiede nella possibilità di individuare un valore ritenuto ragionevole dal mercato, la cui significatività dipende dal livello di copertura del titolo da parte degli intermediari finanziari, che regolarmente pubblicano documenti di ricerca contenenti analisi dei profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e sviluppo delle società.

Ai fini della determinazione di un intervallo di valori connesso all'applicazione del presente metodo, è stato considerato il *target price* minimo e il *target price* massimo comunicato dagli analisti, considerando esclusivamente i *report* successivi alla comunicazione dei risultati dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2018 e del primo trimestre 2019 e successivi aggiornamenti.

In data 21 marzo 2019, Intesa Sanpaolo Research Department ha emesso un rapporto indicante un prezzo obiettivo di Euro 6,2. In data 2 aprile 2019 Midcap ha emesso un rapporto indicante un prezzo obiettivo di Euro 5,6.

Nel caso dell'analisi proposta da Intesa Sanpaolo Research Department è stato utilizzato il metodo *Discounted Cash Flow* basato su proprie stime circa lo sviluppo del *business* del gruppo a seguito della presentazione del piano industriale. In data 5 settembre 2019 la stessa Midcap ha emesso un ulteriore aggiornamento sul precedente *report* riconfermando il medesimo prezzo obiettivo di Euro 5,6. Tale valutazione era basata su un metodo *Discounted Cash Flow* e utilizzava come metodo di controllo il metodo dei multipli, confrontando il multiplo implicito di Giglio Group sul *target price* rinvenuto con il *Discounted Cash Flow* e comparandolo con il campione delle società comparabili.

L'utilizzo dei *target price* espressi dagli analisti di ricerca sul titolo Giglio Group successivamente alla comunicazione dei risultati relativi al primo trimestre 2019 e al bilancio 2018 porta ad individuare un valore economico di Giglio Group compreso tra Euro 5,60 ed Euro 6,20 per ciascuna azione, cioè complessivi Euro 89.825.400 e Euro 99.449.550.

6. Difficoltà di valutazione riscontrate dal Consiglio di Amministrazione

Nella Relazione degli Amministratori non vengono evidenziate particolari difficoltà incontrate dagli Amministratori nelle valutazioni di cui al punto precedente, mentre evidenzia che il Metodo dei *target price* degli analisti (metodo di controllo) ha alcune limitazioni che trovano riscontro non tanto nella liquidità del titolo sul mercato, appurata sufficiente a questi fini ed assicurata prevalentemente da piccoli *trader* non professionali, quanto nella platea degli investitori istituzionali che ancora privilegiano società con maggiori capitalizzazioni o appartenenti a settori più tradizionali e meno innovativi come il settore in cui opera la Società, che è un incrocio tra tecnologia, beni di consumo e beni di lusso. Nel listino milanese le società appartenenti a questi settori sono poche decine e tutte di dimensioni maggiori. Nonostante questa considerazione, gli Amministratori ritengono che i metodi di valutazione utilizzati da questi analisti risultano solidi e condivisi e la base di calcolo è abbastanza in linea con il piano industriale di Giglio Group.

7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal Consiglio di Amministrazione

Partendo dagli intervalli indicati per ciascun metodo, il Consiglio di Amministrazione è pervenuto ad individuare un *range* di valore economico di Giglio Group compreso tra Euro 2,53 ed Euro 5,90 per azione.

Si riporta di seguito una sintesi delle risultanze relative all'applicazione dei criteri adottati:

	Valore Inferiore	Valore Superiore	Media
Metodo delle Quotazioni di Borsa - valore minimo e massimo	2,53	3,83	3,18
Metodo delle Quotazioni di Borsa - valore medio semplice e ponderato	3,045859375	3,25072902	3,1482942
Metodo dei Target Price degli Analisti	5,6	6,2	5,9

Al fine della determinazione del prezzo delle azioni, il Consiglio di Amministrazione ha tenuto altresì conto delle condizioni negozialmente condivise con i Soci in relazione alle valorizzazioni relative delle azioni Giglio Group e di ECO nell'ambito dell'intera operazione, nonché nell'utilizzo di modelli di valutazione basati sui valori fondamentali e di mercato, così come richiesto dall'art. 2441 sesto comma, del Codice Civile.

In considerazione di quanto sopra, il Consiglio di Amministrazione reputa che il prezzo delle azioni di Giglio Group da emettere a fronte del conferimento delle Quote di ECO, pari ad Euro 3,50 per azione, determinato sulla base della negoziazione avvenuta tra le parti, (i) sia appropriato, date le attuali circostanze di mercato, ed in particolare del mercato azionario italiano che ha nettamente sottoperformato rispetto ad ogni altro mercato europeo, oltre che rappresentare l'apporto di maggiore valore che si ottiene con il conferimento dell'azienda, in un contesto competitivo, di mercato e di potenzialità di maggior livello, nonché (ii) sia conforme al disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, ed (iii) esprima una equa protezione per gli azionisti di minoranza, potendosi

pertanto ritenere congruo.

8. Lavoro svolto

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- i) esaminato il verbale del Consiglio di Amministrazione della Società che ha approvato la Relazione degli Amministratori;
- ii) svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- iii) esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società e le relative modifiche richieste e necessarie ai fini dell'operazione;
- iv) analizzato, sulla base di discussioni e colloqui con la Direzione della Società, il lavoro da questi svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- v) riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della fissazione del Prezzo di Emissione delle azioni;
- vi) considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il Prezzo di Emissione delle nuove azioni;
- vii) analizzato l'andamento delle quotazioni di borsa della Società per intervalli di tempo ritenuti significativi, nonché quella delle società comparabili;
- viii) verificato la correttezza matematica del calcolo del Prezzo di Emissione delle azioni effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione;
- ix) raccolto, attraverso colloqui con la Direzione della Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura del bilancio semestrale consolidato abbreviato al 30 giugno 2019, con riferimento a eventuali fatti o circostanze che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame, sui dati e sulle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, nonché sui risultati delle valutazioni.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione della Società, non sono intervenute variazioni rilevanti ai dati ed alle informazioni utilizzate nello svolgimento delle nostre analisi, o altri fatti e circostanze che possano avere un impatto significativo sui criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni indicati nella Relazione degli Amministratori che, come tali, potrebbero essere rilevanti per le finalità della presente relazione.

Abbiamo infine letto e preso atto della Perizia ECO predisposta dal dott. Massimo Gramondi, in qualità di esperto indipendente in conformità con quanto previsto dall'art. 2343-ter del Codice Civile.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel paragrafo 1.

9. Commenti sull'adeguatezza dei metodi adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni

La relazione predisposta dagli Amministratori per illustrare l'operazione di aumento di capitale in esame descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni al servizio del suddetto Aumento di Capitale.

Al riguardo, in considerazione delle caratteristiche dell'operazione, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori.

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione, la norma dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile, stabilisce che il prezzo di emissione delle azioni deve essere determinato "in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in Borsa, anche dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre". Secondo accreditata dottrina, tale disposizione va interpretata nel senso che il prezzo di emissione delle azioni non deve essere necessariamente uguale al valore patrimoniale, dal momento che la sua determinazione deve essere fatta "in base" a tale valore; ciò lascia un margine di discrezionalità agli Amministratori, che potrebbero emettere le nuove azioni ad un prezzo non coincidente con il valore del patrimonio netto. Analogamente, si ritiene che il riferimento della norma all'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre lasci agli Amministratori libertà di scelta nella individuazione del valore dell'azione che possa ritenersi maggiormente rappresentativo della tendenza del mercato nel periodo di osservazione.

Come evidenziato nella Relazione degli Amministratori, il Prezzo di Emissione delle nuove azioni relative all'Aumento di Capitale è stato determinato dagli Amministratori, sulla base della valutazione attraverso il Metodo delle Quotazioni di Borsa, riconoscendo un premio rispetto al valore del patrimonio netto ed al prezzo di borsa, e quindi esprimendo una equa protezione per gli attuali azionisti di minoranza.

Con riferimento ai metodi di valutazione adottati si osserva che:

- ▶ sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana ed internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione;
- ▶ l'applicazione di una pluralità di metodi di valutazione e di controllo ha consentito comunque di estendere il processo di valutazione e sottoporre ad un esame sostanziale i risultati ottenuti;
- ▶ la scelta di estendere le rilevazioni dei corsi di borsa sino ad un periodo superiore ai 6 mesi da parte degli Amministratori appare appropriata in via generale, particolarmente in un contesto di volatilità dei mercati, in quanto permette di mitigare gli effetti della volatilità di breve periodo, pur rappresentando un valore di mercato relativamente recente;
- ▶ la scelta di utilizzare come data di riferimento per la rilevazione quella antecedente l'annuncio di possibili operazioni sul capitale appare appropriata al fine di eliminare gli effetti distorsivi sui prezzi dei titoli.

Con riferimento allo sviluppo della metodologia di valutazione effettuato dagli Amministratori, evidenziamo di seguito le nostre considerazioni:

- ▶ il Metodo delle Quotazioni di Borsa risulta particolarmente indicato in presenza di un mercato di borsa efficiente, poiché incorpora tutte le informazioni pubblicamente disponibili ed è il

risultato dell'attività di negoziazione svolta da operatori di mercato che riflettono le loro previsioni e opinioni in merito alla redditività, ai livelli di rischio e al potenziale di crescita futura delle società oggetto di valutazione. L'adozione di medie, ponderate per i volumi scambiati, riferite ad un arco temporale sufficientemente ampio ha inoltre consentito di attenuare l'effetto delle fluttuazioni dei titoli legate alla situazione generale dei mercati e di mitigare gli effetti della volatilità di breve periodo, pur riflettendo dati di mercato recenti. Peraltro, dal momento che sul piano pratico raramente si verificano le ideali condizioni di efficienza del mercato, è frequente, come nel caso di specie, applicare una pluralità di metodi anche nella valutazione di società quotate;

- ▶ il Metodo dei *target price* degli analisti, utilizzato dagli Amministratori come metodo di controllo, elaborati a diverse date, ha permesso di considerare dati che, includendo anche aspettative di mercato circa l'eventuale verificarsi di eventi futuri, riflettano i potenziali valori intrinseci. Infatti, nel contesto di volatilità dei mercati, possono verificarsi scostamenti anche rilevanti tra il prezzo di scambio del titolo (desumibile dal Metodo delle Quotazioni di Borsa) ed il relativo valore intrinseco. In tali circostanze, può essere ragionevole considerare anche valori di mercato attesi per scadenze più lontane e più vicini al valore intrinseco come i *target price* che, nella circostanza, sono stati utilizzati come valori di controllo in quanto possono configurarsi come stime di valori di mercato potenzialmente raggiungibili in un certo arco di tempo al manifestarsi di certi scenari futuri o possono anticipare condizioni future che non sono coerenti con la valutazione dell'azienda alla data attuale.

Le procedure descritte nella presente relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un parere sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Giglio Group per determinare il Prezzo di Emissione delle azioni e pertanto non hanno alcuna validità per finalità diverse, e non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità economica dell'operazione di Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione, né tanto meno sulle motivazioni di tipo industriale, finanziario e gestionale dell'operazione stessa espresse nella Relazione degli Amministratori di Giglio Group.

10. Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalla Società, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti non abbiamo effettuato una valutazione economica della Società né dei beni oggetto di conferimento. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni della validità e/o efficacia dell'Accordo di Investimento e della Perizia ECO, non abbiamo effettuato analisi o valutazioni di natura legale circa la congruità, le modalità e le tempistiche dell'operazione.

Con riferimento alle metodologie di valutazione utilizzate e ai limiti incontrati, evidenziamo quanto segue:

- ▶ il Metodo delle Quotazioni di Mercato risulta particolarmente indicato in presenza di società con volumi scambiati elevati, mentre nel caso in esame i titoli oggetto di valutazione presentano un elevato *turnover velocity ratio* pur in presenza di una volatilità superiore alla media del mercato e, quindi, il prezzo di tali titoli potrebbe non rifletterne pienamente il valore intrinseco, specie in presenza di una volatilità del titolo e dei mercati determinata anche da eventi esterni alla Società valutata;

- ▶ i metodi utilizzati sono basati, direttamente o indirettamente, sui prezzi di mercato di titoli quotati, in un contesto di mercato che nei periodi considerati è stato caratterizzato da livelli di incertezza e da fenomeni di turbolenza e volatilità; inoltre non si può escludere che l'evoluzione dei mercati finanziari possa condurre a valori di mercato non prevedibili ad oggi ed eventualmente diversi da quelli utilizzati dagli Amministratori nelle proprie valutazioni.

Inoltre, evidenziamo che le relazioni di revisione da noi emesse in data 9 aprile 2019 sul bilancio d'esercizio e consolidato di Giglio Group al 31 dicembre 2018, includono un richiamo di informativa alla nota "35. Risultato delle attività destinate alla dismissione e dismesse" paragrafo "Operazione di conferimento assets media" delle note illustrative del bilancio d'esercizio e consolidato, mentre la relazione di revisione limitata da noi emessa in data 13 settembre 2019 sul bilancio semestrale consolidato abbreviato di Giglio Group al 30 giugno 2019 include un richiamo d'informativa al presupposto della continuità aziendale e alla valutazione delle attività destinate alla dismissione.

Infine, come evidenziato nella Relazione degli Amministratori, il Prezzo di Emissione delle azioni ordinarie nell'ambito dell'Aumento di Capitale è stato determinato dagli Amministratori tenuto anche conto delle negoziazioni tra le parti che hanno portato alla sottoscrizione in data 12 settembre 2019 dell'Accordo di Investimento.

11. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come indicati nella presente relazione, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori siano adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati, ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni di Giglio Group, pari ad Euro 3,50, nell'ambito dell'Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile.

Milano, 9 ottobre 2019

EY S.p.A.



Agostino Longobucco
(Socio)