

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE SUL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI RELATIVE ALL'AUMENTO DI CAPITALE CON ESCLUSIONE DEL DIRITTO DI OPZIONE AI SENSI DEGLI ARTT. 2441, QUARTO COMMA, PRIMO PERIODO, E SESTO COMMA, E 2443, PRIMO COMMA, DEL CODICE CIVILE, E DELL'ART. 158, PRIMO COMMA, D.LGS. 58/98

Al Consiglio di Amministrazione di
Seco S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

L'Assemblea degli Azionisti del 22 novembre 2021 di Seco S.p.A. (nel seguito anche "Seco" o la "Società") ha attribuito al Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 del Codice Civile, la facoltà – da esercitarsi entro 5 anni dalla data di deliberazione assembleare – *inter alia*, di aumentare in una o più volte, a pagamento e in via scindibile il capitale sociale di Seco sino a un importo massimo di Euro 200.000.000 mediante emissione di azioni ordinarie (la "Delega").

Il Consiglio di Amministrazione, in relazione alla delega ricevuta e a quanto esposto nel successivo paragrafo 2 della presente relazione, intende avvalersi parzialmente della Delega deliberando un aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi degli articoli 2441, quarto comma, primo periodo, e sesto comma del Codice Civile e 158, primo comma, del D.Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58 (nel seguito anche "TUIF").

Con riferimento a quanto precede abbiamo ricevuto dalla Seco la relazione del Consiglio di Amministrazione datata 29 aprile 2022 ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile (di seguito 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 un'operazione di aumento del capitale sociale di Seco, per un importo massimo di complessivi Euro 49.999.362,89 (comprensivo di sovrapprezzo), da perfezionarsi mediante emissione di n. 7.971.583 nuove azioni ordinarie Seco prive di indicazione del valore nominale espresso e aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione e godimento regolare, al prezzo di sottoscrizione pari ad Euro 6,2722 (inclusivo di sovrapprezzo) ciascuna, godimento regolare a far data dall'efficacia del conferimento, da riservare a Camozzi Digital S.r.l. (di seguito "Camozi Digital") ai sensi del quarto comma, primo periodo, dell'art. 2441 del Codice Civile, a fronte del conferimento in natura del ramo d'azienda (di seguito l'"Azienda") descritto nella Relazione degli Amministratori.

Nell'ambito dell'operazione cui si riferisce la presente relazione, il Consiglio di Amministrazione di Seco si è avvalso dell'attività di supporto di un consulente, in qualità di *Advisor* esterno (di seguito, l'*Advisor*). L'*Advisor* ha provveduto a emettere, in data 29 aprile 2022, una *fairness opinion* finalizzata a supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni rivenienti dall'aumento di capitale sociale di Seco, le cui conclusioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione della Società nella propria Relazione.

In riferimento all'operazione descritta il Consiglio di Amministrazione della Società ci ha conferito l'incarico di esprimere, ai sensi degli artt. 2441, quarto comma, primo periodo e sesto comma e 2443, primo comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, TUIF, il nostro parere sull'adeguatezza dei criteri proposti dagli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni di Seco.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

Il Consiglio di Amministrazione, in data 29 aprile 2022, ha deliberato la proposta di aumento di capitale sociale a pagamento per un importo massimo di complessivi Euro 49.999.362,89 (comprensivo di sovrapprezzo), mediante emissione di n. 7.971.583 nuove azioni ordinarie Seco prive di indicazione del valore nominale espresso, aventi le medesime caratteristiche di quelle già in circolazione e aventi godimento regolare da liberarsi mediante il conferimento dell'Azienda.

Secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, Seco ha ritenuto di interesse ottenere la proprietà e la conduzione dell'Azienda, di proprietà di Camozzi Digital, che svolge attività di sviluppo, produzione, commercializzazione di sistemi di controllo automatico, monitoraggio remoto e gestione di infrastrutture IT.

In particolare, l'Azienda oggetto di conferimento a liberazione dell'aumento di capitale sociale ai sensi del quarto comma, primo periodo, dell'art. 2441 del Codice Civile è composta da:

- alcuni diritti di proprietà intellettuale, tra cui marchi, brevetti, diritti di privativa industriale, software, algoritmi, connettori e codici sorgenti;
- l'intera partecipazione attualmente detenuta da Camozzi Digital S.r.l. in Camozzi Digitalne Tehnologije D.o.o., società bosniaca che svolge attività di consulenza e sviluppo in favore di Camozzi Digital S.r.l.; nonché
- il relativo *know-how* relativo alla conduzione dell'Azienda.

Secondo quanto riportato dagli Amministratori, l'aumento di capitale riservato si inquadra nell'ambito della strategia di crescita per linee esterne della Società mediante acquisizioni, ed è stata elaborata al fine di consentire a Seco una diversificazione e l'ampliamento della propria offerta commerciale con particolare riferimento alla soluzione CLEA PaaS (*suite solution* che integra Intelligenza Artificiale, *Internet of Things*, *Cloud Computing* e *Big Data Analysis* a servizio dei clienti) che verrebbe, quindi, integrata con il *know-how* ideato da Camozzi Digital per il settore *Internet of Things*.

Gli Amministratori indicano che, nel contesto dell'Operazione, Camozzi Digital S.r.l. assumerà impegni di lock up con riferimento a tutte le azioni di nuova emissione per un periodo di 12 mesi e sottoscriverà con Seco, *inter alia*: (i) un contratto di licenza di taluni diritti di proprietà

intellettuale; (ii) un contratto di fornitura con il quale Seco disporrà di un diritto di prima offerta e un *right to match* in relazione agli hardware da fornire a Camozzi Group S.p.A. e alle sue controllate; nonché (iii) un contratto di servizi con il quale Camozzi Digital S.r.l. si impegna a svolgere a favore di Seco servizi di supporto volti a consentire una completa e accurata integrazione e fruibilità dell'Azienda conferita.

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 D.Lgs. 58/98, 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 dei beni oggetto di conferimento, che rimane oggetto della valutazione ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile effettuata dal perito BDO Tax S.r.l. S.t.p. ("Esperto Indipendente") nominato dal soggetto conferente, anche nell'interesse di Seco.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente dalla Società i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Più in particolare abbiamo ottenuto e analizzato la seguente documentazione:

- bozza e versione finale della Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione del 29 aprile 2022 predisposta ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 72 del Regolamento Consob 11971/99;
- verbale del Consiglio di Amministrazione del 29 aprile 2022 che ha approvato la Relazione di cui sopra;
- verbale dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Seco, tenutasi in data 22 novembre 2021;
- statuto della Società;
- bilancio di esercizio e consolidato di Seco al 31 dicembre 2021, da noi assoggettati a revisione legale, le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 28 marzo 2022;

- *fairness opinion* in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, del prezzo di emissione unitario delle azioni ordinarie di Seco dell'aumento di capitale al servizio del conferimento, rilasciata dall'*Advisor* in data 29 aprile 2022;
- accordo di Investimento, stipulato in data 29 aprile 2022, tra Seco e Camozzi Digital, avente a oggetto la descritta Operazione (di seguito l'"Accordo");
- comunicato stampa relativo all'operazione;
- analysts Reports delle principali società di analisi finanziaria che seguono il titolo Seco;
- elementi contabili, extracontabili e di tipo statistico, nonché ogni altra informazione ritenuta utile ai fini dell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo altresì fatto utilizzo di ulteriori informazioni pubblicamente disponibili ovvero reperibili mediante l'accesso a data provider specializzati:

- andamento dei prezzi di mercato delle azioni Seco S.p.A. registrati nei sei mesi precedenti alla data della Relazione degli Amministratori (fonte: S&P Capital IQ) e altre informazioni quali volatilità del titolo e volumi medi giornalieri;
- *consensus* di mercato relativamente alle proiezioni economico-patrimoniali della Società e di società comparabili quotate.

Ai soli fini informativi abbiamo inoltre ottenuto la Perizia sulla valutazione dell'Azienda Oggetto di Conferimento effettuata dall'Esperto Indipendente.

Infine, abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettera rilasciata dalla Società in data 13 maggio 2022, che, per quanto a conoscenza degli Amministratori e della Direzione di Seco, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE PER LA DETERMINAZIONE DEL PREZZO DI EMISSIONE DELLE AZIONI

Nell'ipotesi di esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, il sesto comma del medesimo articolo statuisce che il prezzo di emissione delle azioni è determinato dagli Amministratori "*in base al valore del patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate in borsa, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre*".

Come riportato nella loro Relazione, l'*Advisor*, le cui determinazioni sono state fatte proprie dal Consiglio di Amministrazione, ha ritenuto di adottare, per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, le seguenti metodologie valutative:

- metodologia basata sulle quotazioni di Borsa (“Quotazioni di Borsa”), quale metodo principale;
- metodologia basata sui multipli di mercato delle società comparabili quotate (“Multipli”), quale metodo di controllo.

Come riportato nella Relazione degli Amministratori, considerata la mancanza di un aggiornamento del piano economico-finanziario consolidato del Gruppo Seco a data recente, gli Amministratori hanno ritenuto di non applicare metodi di valutazione basati su dati prospettici specifici della Società, sia di carattere reddituale che finanziario.

Si riporta di seguito la descrizione delle suddette metodologie valutative adottate dagli Amministratori e richiamate nel paragrafo 5 della loro Relazione ai fini dell’illustrazione del processo seguito per la determinazione del Prezzo di Emissione delle Azioni Seco.

Metodo delle Quotazioni di Borsa

Il metodo delle quotazioni di Borsa esprime il valore della società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati, su mercati azionari regolamentati, rappresentativi della società in oggetto. Il prezzo di Borsa, infatti, sintetizza la percezione del mercato rispetto alle prospettive di crescita delle società e al valore a esse attribuibile sulla base delle informazioni conosciute dagli investitori in un determinato momento.

La suddetta metodologia si definisce un criterio diretto, in quanto fa riferimento ai prezzi espressi dal mercato borsistico, indicativi del valore di mercato del capitale economico di un’azienda.

Nell’ambito dell’applicazione di tale metodo, 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.

I presupposti per l’adeguata applicazione del metodo delle quotazioni di Borsa includono 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;
- copertura di ricerca, in riferimento al numero di società di intermediazione finanziaria che pubblicano analisi sulla società oggetto di valutazione.

Ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni, gli Amministratori, facendo proprie le determinazioni dell’Advisor, hanno considerato le quotazioni di Borsa delle azioni Seco, su più orizzonti temporali, dall’ultimo giorno di scambi antecedente alla data del Consiglio di

Amministrazione o prezzo spot ai tre mesi. Gli Amministratori, in linea con quanto previsto dall'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, hanno tenuto conto anche dell'andamento lungo il più esteso orizzonte temporale dell'ultimo semestre, valutando tuttavia di non considerare i dati a sei mesi, sulla base delle motivazioni dagli stessi illustrate nella propria Relazione e di seguito richiamate.

Le medie sono state ponderate per il volume degli scambi intervenuti in corrispondenza del prezzo della giornata di Borsa (cd. "VWAP"), al fine di mitigare l'impatto della volatilità sugli esiti della valutazione. Gli esiti sono riportati di seguito:

Periodo	Prezzo Ufficiale (€)(*)	VWAP di periodo (€)	Volumi Giornalieri di periodo		Volatilità 3M (%)	Volatilità 6M (%)
			(*)	(% su azioni outstanding)		
LTD (**)	5.899	5.899	174,538	0.158%	47.4%	48.3%
- 1 settim.	5.873	5.865	141,075	0.128%	47.6%	48.1%
- 30gg (calendar)	5.938	5.974 (***)	235,531	0.213%	53.4%	50.6%
- 3 mesi	6.520	6.538	249,910	0.226%	48.7%	45.3%
- 6 mesi (***)	7.398	7.672	388,581	0.352%	38.5%	32.0%

Source: Borsa Italiana, S&P Capital IQ, Value Track analysis

(*) Media semplice per il periodo indicato (**) LTD = Last Trading Day = 28 Aprile 2022

(***) I dati a 6 mesi non sono stati utilizzati per la determinazione del Prezzo di emissione in quanto non significativi

(***) Il VWAP a 30 giorni di calendario, pari a Euro 5,9736 per azione, nella tabella di sintesi è approssimato al terzo decimale.

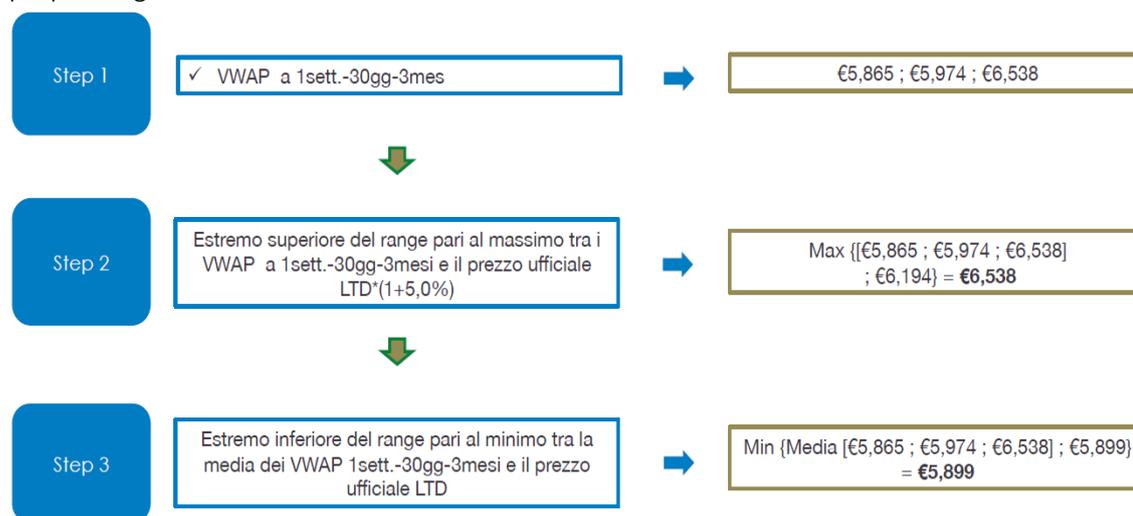
Gli Amministratori, in merito alle scelte metodologiche effettuate con riferimento agli orizzonti temporali considerati, nella propria Relazione rilevano che:

- l'evoluzione del prezzo azionario del titolo Seco nel mese di dicembre 2021 è stato notevolmente influenzato dall'annuncio dell'ingresso dello stesso nel paniere sottostante all'indice azionario FTSE Mid Cap. Tale ingresso, che ha avuto efficacia il 20 dicembre 2021, ha comportato l'acquisto, straordinario e non ripetibile, di elevati volumi di azioni da parte di fondi comuni «passivi» ed ETF;
- l'evoluzione del prezzo azionario del titolo Seco nel periodo tra il 10 ed il 12 gennaio 2022 ha evidenziato un calo di circa il 20%, non recuperato successivamente, non parimenti riscontrabile rispetto a quanto avvenuto sul mercato di riferimento;
- dalla fine di febbraio il mercato azionario ha risentito (in termini di maggiore volatilità e calo dei corsi azionari) delle notizie relative al conflitto russo-ucraino. Tale evento non si è ancora risolto e rende pertanto ancora più opportuno un focus sui corsi azionari più recenti di Seco;
- i diversi orizzonti temporali considerati lungo l'arco dei tre mesi antecedenti alla data del Consiglio di Amministrazione sono coerenti con i periodi di osservazione menzionati in dottrina per valutazioni analoghe a quella in esame. In tal senso, gli Amministratori rimandano al position paper di Assirevi del 31 luglio 2019 e al documento di ricerca, sempre di Assirevi, nr. 221 del giugno 2018.

Gli Amministratori illustrano inoltre le ulteriori analisi svolte dall'Advisor ai fini della determinazione di un range di prezzo congruo per l'aumento di capitale:

- Fase 1 - Sono stati esclusi periodi di rilevazione (i) basati esclusivamente su un orizzonte temporale inferiore a una settimana perché a rischio di eccessiva volatilità e (ii) superiori ai tre mesi a causa della non significatività.
- Fase 2 - È stato introdotto un vincolo dettato dalla razionalità economica degli investitori in assenza di motivazioni di carattere strategico-industriale.
- Fase 3 - È stato introdotto un ulteriore vincolo di ragionevolezza onde evitare che si originino abusi a danno dei soci preesistenti, esclusi dalla possibilità di seguire l'aumento di capitale in base alle rispettive partecipazioni.

Di seguito si riporta una sintesi grafica dell'iter logico-valutativo adottato dall'Advisor, e fatto proprio dagli Amministratori:



Al termine dell'iter logico-valutativo sopra descritto, gli Amministratori hanno individuato un intervallo avente quali estremi inferiore e superiore rispettivamente i prezzi medi ponderati (VVAP) delle azioni dell'ultimo giorno di scambi e dei 3 mesi antecedenti alla data del Consiglio di Amministrazione, giungendo a determinare un *range* compreso tra Euro 5,899 ed Euro 6,538 per azione.

Gli Amministratori hanno poi valutato che le nuove azioni da assegnare alla conferente Camozzi Digital S.r.l. e oggetto di emissione, ai sensi di quanto disciplinato dall'Accordo, si caratterizzeranno per la presenza di un vincolo di intrasferibilità, seppur temporaneo, che le rende "diverse" dalle altre azioni ordinarie di Seco in circolazione e che, per un periodo di tempo determinato pari a dodici mesi ("clausola di *lock-up*"), ne impedisce il trasferimento rendendole illiquide. In altri termini, le nuove azioni, a giudizio degli Amministratori, sono assimilabili a "restricted shares", differenti, avuto riguardo al profilo della negoziabilità, rispetto alle azioni quotate sul mercato azionario.

Gli Amministratori osservano che la più autorevole dottrina italiana contempla la rilevanza di clausole inerenti vincoli di trasferibilità – quale si configura la clausola di *lock-up* della durata di

dodici mesi – nella determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, e che in particolare ciò trovi riscontro nei Principi Italiani di Valutazione (“PIV”), là dove recitano che “*nello stimare il prezzo di mercato delle azioni di nuova emissione occorre considerare i profili delle azioni oggetto di emissione e gli eventuali accordi fra soci*”.

Alla luce di tali valutazioni, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto ragionevole determinare il prezzo di emissione in misura pari alla media mensile ponderata per i volumi scambiati dei prezzi ufficiali di borsa rilevati nei 30 giorni di calendario che precedono la sottoscrizione dell’Accordo con i destinatari dell’aumento di capitale riservato, avvenuto in data 29 aprile 2022, aumentata di un premio del 5%, addivenendo a un risultato pari a Euro 6,2722 per azione.

Pertanto, il valore identificato dagli Amministratori, che secondo quanto riportato dagli stessi tiene conto anche di aspetti negoziali, risulta compreso tra il valore minimo e massimo e approssima il valore centrale del *range*. Il prezzo di emissione così determinato risulta, quindi, superiore rispetto alle quotazioni correnti e recenti del titolo Seco, corrispondenti alla parte inferiore del *range*, e limitatamente a sconto rispetto al valore massimo del *range* medesimo, corrispondente alla media trimestrale ponderata per i volumi, rispetto a cui gli Amministratori richiamano le considerazioni sopra esposte riguardo al temporaneo vincolo alla negoziabilità sul mercato delle azioni oggetto di assegnazione.

Il metodo dei Multipli

I multipli di mercato rappresentano una metodologia di valutazione fondata sulla relazione tra il prezzo di mercato di un titolo rappresentativo di una quota di capitale di una società e un indicatore di valore ritenuto rilevante.

Nel caso di specie, gli Amministratori, facendo proprie le analisi svolte dall’*Advisor*, hanno ritenuto opportuno applicare i multipli EV/Sales, EV/EBITDA ed EV/EBIT, ovvero multipli basati su grandezze operative desumibili, per Seco e per le società comparabili quotate utilizzate nella valutazione, dal *consensus* di mercato derivante dai report pubblicati dagli analisti finanziari che danno copertura ai singoli titoli.

L’*Advisor* ha identificato due *panel* da cui desumere i moltiplicatori da applicare a Seco:

- uno costituito da *direct peers*, ovvero da comparabili dello stesso settore di Seco, identificate in Eurotech, Mercury System, Advantech e PTC;
- uno costituito da alcuni “*champions*” del mercato *mid-cap* italiano, ovvero soggetti che, similmente a Seco, costituiscono entità quotate sul mercato italiano aventi alto potenziale di crescita, identificate in Antares Vision, Carel Industries e GVS (definiti quali “*selected ita mid-cap*”).

I moltiplicatori prescelti sono stati poi mediati su entrambi i *panel* e sono stati basati sui dati attesi 2023, in quanto in tale anno, secondo gli Amministratori, dovrebbe essere finalizzata l’integrazione di Garz&Fricke, acquisita da Seco lo scorso ottobre 2021, e pertanto tale annualità dovrebbe essere espressiva della redditività medio-normale raggiungibile da parte di Seco alle condizioni attuali.

Gli esiti cui perviene l'Advisor, basati sulla media 2023 dei multipli EV/Sales, EV/EBITDA ed EV/EBIT, risultano i seguenti:

Metodo dei Multipli	EV/Sales			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
Peers (avg.)	4,0x	3,5x	3,3x	16,4x	14,2x	12,8x	20,7x	18,5x	16,7x
Seco Implicit Fair Value p/s (in €)	6,05	6,42	7,39	5,35	6,17	7,26	4,87	6,15	7,45
Seco Valuation - Range 2023	Min	Max							
Seco Fair Value p/s (in €)	6,15	6,42							

Il procedimento valutativo adottato dall'Advisor, e fatto proprio dagli Amministratori, ha pertanto condotto questi ultimi a determinare un *range* di controllo compreso tra Euro 6,15 ed Euro 6,42 per azione.

Alla luce di quanto sopra esposto, il valore di Euro 6,2722 per azione dagli stessi determinato risulta compreso nel range di valori minimo e massimo identificati anche mediante il metodo di controllo.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Gli Amministratori indicano nella propria relazione le difficoltà dagli stessi incontrate in relazione alla scelta dei criteri dagli stessi proposti ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni, di cui al precedente paragrafo 5. In particolare gli Amministratori evidenziano che:

- la mancanza di un piano economico-finanziario consolidato aggiornato del Gruppo Seco non rende possibile esprimere il valore fondamentale della Società;
- pur essendo il metodo delle quotazioni di borsa il più idoneo a identificare il valore di mercato delle azioni di Seco, l'applicazione di tale metodo può individuare valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;
- a tale riguardo nell'orizzonte temporale considerato il titolo Seco ha denotato elevata volatilità. Gli Amministratori osservano al riguardo che in sede di determinazione del prezzo di emissione delle azioni per l'aumento di capitale, l'incertezza che deriva da tale elemento è stata, tuttavia, fronteggiata mediante la considerazione di una pluralità di periodi, dal prezzo spot a dati medi riferiti a periodi anche piuttosto lunghi e all'interno dei quali i volumi scambiati sono stati significativi, e che pertanto nella scelta valutativa tale circostanza è stata tenuta in considerazione;
- la selezione dei *direct peers* e dei *selected italian mid-cap* comprende rispettivamente competitor e aziende quotate ad alto potenziale per performance e aspettative di crescita prospettiche nello stesso mercato di quotazione di Seco: con riferimento ai *direct peers*, questi risultano in larga parte composti da *player* di settore con diversificazione geografica e dimensione (riscontrabile anche in termini di *market cap*) più rilevante di Seco, nonché gli *Italian champions* dello stesso segmento di quotazione di Seco risultano attivi in settori parzialmente diversi. Pertanto, alla luce delle caratteristiche specifiche che caratterizzano ciascuna realtà, la comparabilità non può che risultare parziale. Gli Amministratori osservano altresì che siffatto limite, peraltro, risulta sostanzialmente intrinseco nel metodo dei multipli che fa leva sui dati di mercato;

- la valutazione di Seco, anche in virtù di quanto già riportato in merito all'assenza di disponibilità di un piano economico-finanziario aggiornato, è stata svolta utilizzando due metodi di mercato, Quotazioni di Borsa e Multipli. Pertanto entrambe le valutazioni risultano influenzate dall'andamento e dalla volatilità propri dei mercati finanziari e del momento in cui vengono effettuate le valutazioni stesse.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Sulla base delle analisi svolte, gli Amministratori hanno ritenuto di determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni ordinarie Seco, nell'ambito dell'aumento di capitale, in:

Euro 6,2722 per azione

di cui Euro 6,26248 a titolo di sovrapprezzo.

8. LAVORO SVOLTO

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

- esaminato la documentazione riportata al precedente punto 4;
- svolto una lettura critica della Relazione degli Amministratori;
- esaminato, per le finalità di cui al presente lavoro, lo Statuto vigente della Società;
- analizzato, anche sulla base di discussioni con l'Advisor, il lavoro svolto da quest'ultimo e fatto proprio dagli Amministratori ai fini dell'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;
- riscontrato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni del Consiglio di Amministrazione riguardanti i metodi valutativi da esso adottati ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- considerato gli elementi necessari ad accertare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, a determinare il prezzo di emissione delle nuove azioni;
- effettuato verifiche sull'andamento delle quotazioni di borsa di Seco nei sei mesi precedenti la data della Relazione;
- svolto analisi di sensibilità sull'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni Seco nei sei mesi precedenti la data della Relazione degli Amministratori e, a tal fine, calcolato la media ponderata delle quotazioni del titolo nei diversi intervalli, dalla data di tre mesi, di un mese, di una settimana e dell'ultimo giorno di scambi antecedente alla data del Consiglio di Amministrazione (fonte: S&P Capital IQ) la data della Relazione degli Amministratori, nonché verificata l'accuratezza dei conteggi effettuati da questi ultimi;

- verificata la coerenza dei dati utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento, nonché la correttezza matematica del calcolo del prezzo di emissione delle azioni effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione;
- svolto un'analisi di sensibilità, nell'ambito dei metodi adottati dal Consiglio di Amministrazione per la valutazione di Seco, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nei parametri assunti;
- esaminato, per le sole finalità conoscitive dell'operazione nel suo complesso, la relazione di stima emessa in data 29 aprile 2022 dal perito ai sensi dell'art. 2343, primo comma, del Codice Civile, relativa al valore dell'Azienda oggetto di conferimento;
- ricevuto formale attestazione dei legali rappresentanti della Società sugli elementi di valutazione messi a disposizione e sul fatto che, per quanto a loro conoscenza, alla data del nostro parere, non sussistono modifiche significative da apportare ai dati di riferimento della valutazione ed agli altri elementi presi in considerazione.

9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE 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 dall'*Advisor* e fatti propri dal Consiglio di Amministrazione:

- gli Amministratori hanno provveduto a individuare il prezzo di emissione delle nuove azioni nell'ambito dell'aumento di capitale facendo riferimento alle Quotazioni di Borsa del titolo Seco quale metodologia principale e ai Multipli EV/Sales, EV/EBITDA ed EV/EBIT, che si riferiscono al rapporto tra quotazioni di borsa e vendite, EBITDA ed EBIT consolidati della società oggetto di valutazione quale metodologia di controllo;
- le quotazioni di borsa rappresentano un parametro di indiscusso rilievo per la valutazione di società quotate, come risulta dal sesto comma dell'art. 2441 c.c. Il criterio delle quotazioni di borsa preso a riferimento dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione è, inoltre, comunemente accettato e utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale. Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Conseguentemente, in considerazione di tutto quanto sopra, l'adozione del metodo delle quotazioni di Borsa appare, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria;

- il metodo delle quotazioni di Borsa rientra, quindi, tra i metodi utilizzati nella prassi per fattispecie analoghe, in ragione della significatività del valore riconosciuto dal mercato all'impresa oggetto di valutazione. L'attendibilità dei risultati ottenuti da tale metodo dipende essenzialmente dal periodo di osservazione dei prezzi, in quanto orizzonti temporali sufficientemente estesi consentono di depurare i corsi da eventuali fattori speculativi attinenti al titolo oggetto di valutazione o da congiunture di mercato contraddistinte da elevate fluttuazioni, ciò nondimeno l'orizzonte delle osservazioni deve essere coerente con l'andamento del titolo e delle informazioni sullo stesso;
- con riferimento al calcolo della media del valore delle azioni nel periodo definito, gli Amministratori, tenendo conto delle prassi e della dottrina in materia, hanno deciso di utilizzare una media ponderata in base ai volumi scambiati, attribuendo quindi un maggior rilievo ai prezzi formati a fronte di maggiori volumi di negoziazione. Tenuto conto delle caratteristiche del titolo Seco, anche tale scelta degli Amministratori appare ragionevole;
- la scelta degli Amministratori di utilizzare valori medi di mercato, dunque, consente di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di Borsa, appare conforme alle posizioni assunte dalla dottrina sin qui espressasi sul tema e alla prassi consolidata, oltre che coerente con le caratteristiche del titolo Seco. In tal senso, gli Amministratori hanno analizzato più orizzonti temporali al fine della determinazione del prezzo di emissione: tale approccio risulta coerente con l'andamento del titolo nell'orizzonte di osservazione e della volatilità osservata e appare pertanto ragionevole e non arbitrario nelle circostanze;
- gli orizzonti temporali considerati dagli Amministratori ai fini dell'individuazione del range al cui interno hanno determinato il prezzo di emissione delle azioni, risultano coerenti con le caratteristiche del titolo Seco. In particolare, la scelta dagli stessi effettuata di determinare un range ricompreso tra la media delle quotazioni del titolo dell'ultimo giorno di scambi antecedente alla data del Consiglio di Amministrazione e la media a 3 mesi risulta nelle circostanze ragionevole, in quanto intesa a mitigare l'effetto di volatilità dei corsi giornalieri e di utilizzare dei dati correnti;
- il prezzo di emissione risulta sostanzialmente in linea con il valore centrale del *range* minimo-massimo ottenuto mediante l'applicazione del metodo principale, dove il valore minimo corrisponde alle quotazioni del titolo Seco più prossime alla data di firma dell'Accordo, mentre quelli più elevati alle medie su orizzonti temporali più lunghi: ciò implica che il prezzo di emissione risulti, nella sostanza, a premio con riferimento alle quotazioni immediatamente antecedenti alla data della Relazione e a sconto rispetto alle medie più lunghe. Come osservato anche dagli Amministratori e richiamato nel precedente paragrafo 5. della presente relazione, la più autorevole dottrina in ambito valutativo contempla la rilevanza di clausole inerenti vincoli di trasferibilità – cfr. clausola di lock-up della durata di dodici mesi - nella determinazione del prezzo delle azioni di nuova emissione, e in particolare ciò trova riscontro nei PIV. Tale considerazione permette di ritenere ragionevole e non arbitraria, nella fattispecie, la scelta degli Amministratori di attestarsi in prossimità del valore centrale del *range* identificato;
- inoltre, tale scelta appare coerente con la presenza di un impegno di *lock-up*, in considerazione del fatto che, alla data più prossima antecedente la Relazione degli Amministratori, il corso di

borsa risultava inferiore al prezzo di emissione stesso, e che eventuali picchi di quotazione che potrebbero verificarsi nel periodo successivo non potrebbero essere oggetto di realizzo;

- ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni gli Amministratori hanno applicato oltreché il metodo delle Quotazioni di Borsa anche il metodo dei Multipli. L'utilizzo da parte degli Amministratori di un criterio di controllo risulta in linea con la miglior prassi e la tecnica professionale;
- il metodo dei Multipli permette di apprezzare il valore e l'appetibilità di una società sulla base di tutte le informazioni disponibili al mercato, al momento della valutazione, sulla società e sul settore di riferimento. I rapporti EV/ Sales, EV / EBITDA e EV/ EBIT considerati dagli Amministratori nell'ambito di tale metodologia sono comunemente accettati e utilizzati dalla prassi a livello nazionale e internazionale. Va peraltro osservato come tale metodo risulti adatto nel caso di settori dove esiste un numero sufficientemente ampio di società comparabili per tipologia di attività svolta, dimensioni e redditività. Sebbene, come illustrato nel precedente paragrafo 6 relativo alle difficoltà di valutazione riscontrate dal Consiglio di Amministrazione, la comparabilità dei *peers* individuati risulti parziale, l'utilizzo di tale metodo risulta accettabile nelle circostanze;
- ai fini dell'applicazione del metodo dei Multipli gli Amministratori hanno ritenuto di considerare i dati attesi per il 2023, derivanti dal *consensus* di mercato, dei moltiplicatori prescelti in quanto, in quanto in tale anno, dovrebbe essere finalizzata l'integrazione di Garz&Fricke, acquisita da Seco lo scorso ottobre 2021, e, pertanto, tale annualità dovrebbe essere espressiva della redditività medio-normale raggiungibile da parte di Seco alle condizioni attuali (antecedentemente all'operazione in cui si inserisce l'aumento di capitale oggetto del presente parere). La scelta effettuata dagli Amministratori appare ragionevole nelle circostanze;
- occorre altresì precisare che sia il metodo delle quotazioni di Borsa che il metodo dei multipli di mercato risultano essere metodi di mercato, e che pertanto le valutazioni effettuate dagli Amministratori secondo entrambi i metodi risultano influenzate dall'andamento e dalla volatilità propri dei mercati finanziari e del momento in cui vengono effettuate le valutazioni stesse;
- gli Amministratori ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni non hanno utilizzato ulteriori metodologie valutative rispetto ai corsi di borsa ed ai multipli di mercato. In particolare, stante la mancanza di un piano economico-finanziario aggiornato dagli Amministratori con perimetro consolidato a data recente non ha reso possibile per gli Amministratori l'effettuazione di una valutazione attendibile basata sulle grandezze di business della Società. Tale aspetto è riportato quale limite nel paragrafo 10;
- le analisi di sensibilità da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti, nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, nonché l'analisi dell'accuratezza dell'applicazione delle metodologie adottate dagli Amministratori, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

10. LIMITI SPECIFICI INCONTRATI DAL REVISORE ED EVENTUALI ALTRI ASPETTI DI RILIEVO EMERSI NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

- (i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:
- le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo delle Quotazioni di Borsa e il metodo dei Multipli, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale. A influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;
 - nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni, oggetto del presente parere, gli Amministratori non hanno utilizzato, né con finalità di metodologie principali, né ai fini di controllo, metodologie valutative diverse da criteri di mercato. Nel caso specifico, gli Amministratori non hanno ritenuto applicabili metodologie diverse da quelle di mercato in considerazione, come già evidenziato, della mancata disponibilità di un piano economico-finanziario consolidato aggiornato a data recente. Nella Relazione degli Amministratori sono illustrate le ragioni alla base di detta scelta metodologica, già oggetto di nostre considerazioni nel precedente paragrafo 9. La non applicabilità di metodi alternativi, con finalità principali o di controllo rispetto ai risultati ottenuti con i metodi di mercato, ha costituito un'oggettiva difficoltà nell'espletamento dell'incarico.
- (ii) Si richiama, inoltre, l'attenzione dei destinatari del presente parere sui seguenti aspetti di rilievo:
- l'aumento di capitale al servizio del conferimento, come anticipato, si inserisce nella più complessa operazione meglio descritta al precedente paragrafo 2. In particolare, l'operazione strutturata dal Consiglio di Amministrazione prevede l'emissione da parte della Seco delle nuove azioni attraverso un aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, primo periodo, del Codice Civile, a fronte del conferimento in natura dell'Azienda da parte di Camozzi Digital. La struttura dell'operazione individuata dal Consiglio di Amministrazione, con particolare riferimento all'aumento di capitale al servizio del conferimento, comporta, come ricordato nella Relazione, da un lato, *(i)* l'espressione da parte nostra del presente parere sulla congruità del Prezzo di Emissione delle azioni, ai sensi degli articoli 2441, sesto comma, del Codice Civile e 158 TUIF, nonché, dall'altro lato, *(ii)* la stima da parte del perito del valore dell'Azienda oggetto di conferimento ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile. Oggetto del presente parere sono esclusivamente le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, nelle circostanze, dei criteri di determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni descritti al paragrafo 5 della

Relazione degli Amministratori, nonché sulla corretta applicazione dei sopra richiamati criteri;

- conseguentemente, nell'esaminare i criteri per la determinazione del Prezzo di Emissione delle azioni adottati dagli Amministratori, non abbiamo effettuato una valutazione economica dell'Azienda oggetto di conferimento. Il valore dell'Azienda oggetto di conferimento è, come anticipato, esclusivamente oggetto delle valutazioni effettuate dall'Esperto Indipendente nominato quale perito ai sensi dell'articolo 2343-ter del Codice Civile;
- l'approccio valutativo adottato dagli Amministratori è finalizzato a individuare il Prezzo di Emissione delle azioni nell'ambito e per le specifiche finalità connesse all'aumento di capitale al servizio del conferimento, tenuto conto delle peculiari caratteristiche dell'operazione. Tale approccio metodologico non può pertanto essere di per sé comparato con quello sottostante processi valutativi intervenuti, o che potranno intervenire, in contesti temporali o per finalità intrinsecamente differenti, quale, a titolo esemplificativo, quello relativo alla determinazione del prezzo di emissione nell'ambito degli ulteriori aumenti di capitale delegati al Consiglio di Amministrazione dall'Assemblea Straordinaria degli Azionisti del 22 novembre 2021;
- esula inoltre dalla nostra attività anche ogni considerazione circa le determinazioni degli Amministratori in ordine alla struttura dell'operazione, ai relativi adempimenti, alla tempistica, all'avvio e all'esecuzione dell'operazione stessa.

11. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come riportato nel presente parere di congruità, 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 pari a Euro 6,2722 delle n. 7.971.583 nuove azioni Seco S.p.A. nell'ambito dell'aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione riservato a Camozzi Digital S.r.l. oggetto della presente relazione.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Gianni Massini
Socio

Firenze, 13 maggio 2022