

PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI

**SESA S.p.A.
IN
MADE IN ITALY 1 S.p.A.**

**Relazione della società di revisione
sul rapporto di cambio delle azioni
ai sensi dell'art. 2501sexies del Codice Civile**

**Relazione della società di revisione
sul rapporto di cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501sexies del Codice Civile**

Agli Azionisti di
Made in Italy 1 S.p.A.

Agli Azionisti di
Sesa S.p.A.

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione (nel seguito anche "la Fusione") di Sesa S.p.A. (di seguito anche "Sesa" o "Incorporanda") in Made in Italy 1 S.p.A. (di seguito anche "Mil1" o "Incorporante"), in data 19 luglio 2012 siamo stati nominati dal Tribunale di Milano, su istanza congiunta di Sesa e Mil1 (di seguito, insieme, anche "le Società"), quale esperto comune per la redazione della relazione (di seguito "la Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni della società Incorporante con le azioni della società Incorporanda (di seguito "il Rapporto di Cambio"), ai sensi dell'art. 2501sexies del Codice Civile.

A tal fine, abbiamo ricevuto da Sesa e Mil1 il progetto di fusione per incorporazione di Sesa in Mil1 (di seguito "il Progetto di Fusione") approvato dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 15 ottobre 2012, corredato dalle relazioni degli Amministratori (di seguito "le Relazioni degli Amministratori") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501quinqies del Codice Civile il rapporto di cambio delle azioni, nonché la situazione patrimoniale al 30 giugno 2012 di Mil1, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 12 settembre 2012, ed il bilancio d'esercizio al 30 aprile 2012 di Sesa, approvato dall'Assemblea degli Azionisti in data 3 agosto 2012, che costituiscono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501quater del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Mil1 e di Sesa che verranno convocate al fine di assumere le deliberazioni di cui all'articolo 2502 del Codice Civile.

Con l'approvazione del Progetto di Fusione, l'Assemblea Straordinaria di Mil1 sarà anche chiamata a deliberare l'adozione di un nuovo statuto sociale con la modifica, tra l'altro, dell'oggetto sociale, inserendovi l'attuale oggetto sociale di Sesa; conseguentemente, a norma dell'art. 17 dello statuto vigente di Mil1, la delibera dell'Assemblea Straordinaria è soggetta alla condizione risolutiva dell'esercizio del recesso da parte di tanti soci che rappresentino almeno il 30% del capitale sociale.

Inoltre, preliminarmente, gli Azionisti di Mil1 saranno chiamati a deliberare in Assemblea Ordinaria quanto segue:

- la proposta di autorizzazione al compimento dell'operazione di Fusione e
- l'utilizzo delle somme depositate dagli Azionisti nelle casse sociali ai fini del compimento dell'operazione di Fusione e per la restituzione agli Azionisti che esercitino il diritto di recesso a seguito dell'approvazione del Progetto di Fusione e delle connesse modifiche statutarie.

2. Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli Azionisti di Mil1 e Sesa idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori delle due Società per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene, inoltre, la nostra valutazione sull'adeguatezza, nella circostanza, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli Amministratori delle due Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Mil1 e di Sesa, non abbiamo effettuato una valutazione economica delle Società coinvolte nella prospettata fusione. Tali valutazioni sono state svolte dai Consigli di Amministrazione delle due Società che non si sono avvalsi di consulenti esterni e/o di Advisor nell'effettuare le proprie autonome valutazioni.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle due Società per determinare il Rapporto di Cambio e, pertanto:

- non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità economica dell'operazione di fusione, né tanto meno una valutazione di merito sulle motivazioni della fusione espresse nelle Relazioni degli Amministratori.

Le conclusioni esposte nella presente relazione sono, inoltre, basate sul complesso delle indicazioni e considerazioni in essa contenute; pertanto, nessuna parte della relazione potrà essere considerata, o comunque utilizzata, disgiuntamente dal documento nella sua interezza.

3. Sintesi dell'operazione

L'operazione ha ad oggetto la Fusione per incorporazione di Sesa in Mil1.

Mil1 è una *special purpose acquisition company* di diritto italiano, le cui azioni ordinarie sono ammesse alle negoziazioni sul mercato AIM Italia/Mercato alternativo del capitale (di seguito "AIM") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., e ha quale oggetto sociale la ricerca e la selezione: (I) di potenziali acquisizioni di partecipazioni in altre imprese, ovvero (II) di potenziali forme di aggregazione della Società stessa, mediante fusione, con altre imprese. A tal fine, la Società, su proposta dell'organo amministrativo, può: (i) assumere (mediante la sottoscrizione e/o la compravendita di partecipazioni e/o la fusione di società) partecipazioni in altre imprese solo previa modifica dell'oggetto sociale che preveda l'attività di amministrazione e gestione delle partecipazioni medesime e lo svolgimento dell'attività di impresa delle partecipate, ovvero (ii) addivenire alla fusione con altra società individuata, solo previa modifica dell'oggetto sociale che preveda l'attività di impresa della società individuata per l'aggregazione (l'operazione di cui al paragrafo (i) e/o (ii), di seguito anche l'"Operazione Rilevante").

Mil1 ha depositato Euro 50.000.000,00, pari alle somme versate per liberare le azioni ordinarie emesse in attuazione dell'aumento di capitale deliberato in data 20 maggio 2011, su di un conto corrente vincolato ad essa intestato (di seguito "il Conto Corrente Escrow"). Secondo quanto indicato dallo Statuto dell'Incorporante, tali somme potranno essere utilizzate, previa autorizzazione dell'assemblea, esclusivamente (i) ai fini dell'Operazione Rilevante; (ii) in caso di scioglimento e conseguente liquidazione di Mil1; e (iii) ai fini della restituzione ai soci che esercitino il recesso, a seguito delle deliberazioni dell'assemblea che approvano la modificazione dell'oggetto sociale in relazione al perfezionamento dell'Operazione Rilevante.

Sesa è una società controllata al 72,93% da ITH S.r.l. che, insieme alla sue controllate e collegate (il "Gruppo Sesa"), opera nel settore dell'*Information Technology*; più precisamente, mediante la controllata Computer Gross Italia S.p.A. detiene una posizione di preminenza nel mercato della distribuzione di prodotti IT mentre attraverso la partecipata Var Group S.p.A. detiene una posizione di preminenza nel settore software e system integration.

Come indicato dagli Amministratori nella relazione di accompagnamento al Progetto di Fusione, la prospettata Fusione è volta ad accelerare il processo di crescita e di sviluppo di Sesa grazie anche all'accesso al capitale di rischio. In particolare, gli Amministratori indicano come principali caratteristiche che hanno indotto Mil1 ad effettuare la scelta di Sesa come società *target* con la quale compiere un'operazione di aggregazione le seguenti:

- società con una posizione di preminenza nel settore di riferimento, avente un canale unico di aggiornamento tecnologico *tailor made* per la media impresa italiana, con un solido posizionamento competitivo ed un eccellente *track record*;
- società solida patrimonialmente con una comprovata capacità di marginalizzare e generare cassa;
- vocazione alla media impresa d'eccellenza in Italia, attenta all'aggiornamento dei sistemi informativi e di data *storage* e attiva nei mercati esteri;
- rapporti consolidati di collaborazione con gli IT Titan che considerano Sesa quale partner privilegiato e quale importante canale per approcciare la SME;
- personale mediamente giovane ed altamente qualificato con elevate competenze professionali;
- qualità e stabilità del portafoglio dei clienti;
- ottime opportunità di accelerazione di crescita organica e per acquisizione di società operanti nel settore di riferimento con implementazione di innovazioni tecnologiche (quali il *cloud system*), i cui costi possono essere autofinanziati.

In data 15 ottobre 2012 Mil1 e ITH hanno sottoscritto un accordo quadro al fine di disciplinare, tra l'altro, i termini e le condizioni relativi alla realizzazione della Fusione (di seguito l'"Accordo Quadro"). L'Accordo Quadro prevede, tra l'altro, l'acquisto da parte di Mil1, subordinato alla stipula dell'atto di Fusione, (i) di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Sesa e (ii) delle azioni proprie detenute da Sesa.

In data 15 ottobre 2012 i Consigli di Amministrazione delle due Società hanno approvato il Progetto di Fusione e predisposto le Relazioni degli Amministratori che propongono un Rapporto di Cambio pari a n. 27 azioni Mil1 di nuova emissione, di cui n. 23 azioni ordinarie e n. 4 Azioni Riscattabili, per ogni n. 200 azioni Sesa possedute.

Gli Amministratori precisano altresì che detto rapporto di cambio non avrà a variare per effetto dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dei soci dell'Incorporante.

I Consigli di Amministrazione delle due Società, nella stessa data, hanno conferito il mandato ai rispettivi Presidenti di convocare le Assemblee Straordinarie delle Società per le deliberazioni inerenti la Fusione.

Ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501*quater* del Codice Civile, la Fusione verrà deliberata, per quanto riguarda Mil1, sulla base della situazione patrimoniale al 30 giugno 2012 approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 12 settembre 2012 mentre, per quanto riguarda Sesa, sulla base del bilancio d'esercizio al 30 aprile 2012 approvato dall'Assemblea degli Azionisti in data 3 agosto 2012.

Il Progetto di Fusione prevede che l'Incorporante darà attuazione alla Fusione mediante l'aumento del proprio capitale sociale per massimi nominali Euro 43.403.040 mediante emissione di massime n. 10.850.760 azioni di nuova emissione, di cui massime n. 9.500.444 azioni ordinarie prive di indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche di quelle in circolazione al momento dell'emissione, e massime n. 1.350.316 Azioni Riscattabili prive di indicazione del valore nominale, con annullamento senza concambio delle eventuali azioni ordinarie di Sesa, che alla data di efficacia della Fusione, saranno in proprietà dell'Incorporanda ovvero dell'Incorporante a norma dell'art. 2504^{ter} del Codice Civile.

Nei Progetti di Fusione, gli Amministratori informano che ITH S.r.l. si è resa disponibile, ove necessario, a mettere a disposizione degli azionisti dell'Incorporanda un numero di azioni di Sesa tali da consentire a ciascun azionista Sesa di ottenere un numero intero di azioni Mil1 spettanti in applicazione del Rapporto di Cambio.

Ad esito della Fusione, lo statuto della società Incorporante sarà modificato, oltre che per riflettere le modifiche relative all'aumento del capitale sociale al servizio della Fusione che non sarà superiore al patrimonio netto dell'Incorporanda, anche per recepire:

- il cambiamento della ragione sociale in Sesa S.p.A.;
- il trasferimento della sede sociale nel Comune di Empoli;
- la modifica dell'oggetto sociale recependo quello dell'Incorporanda;
- la proroga della Società al 30 aprile 2075;
- la modifica della soglia di "Partecipazione significativa" per adeguarla alle vigenti disposizioni del Regolamento Emittenti AIM;
- lo spostamento della data di chiusura dell'esercizio sociale dell'Incorporante al 30 aprile di ogni anno;
- la modifiche della clausola relativa alla destinazione dell'utile d'esercizio e
- la soppressione delle disposizioni statutarie al fine di recepire l'avvenuta decadenza delle stesse a seguito del perfezionamento dell'Operazione Rilevante.

Per effetto del cambiamento della ragione sociale dell'Incorporante, il "Warrant Made in Italy S.p.A." verrà ridenominato in "Warrant Sesa S.p.A." con conseguente adeguamento del regolamento.

Le modifiche statutarie di cui sopra saranno sottoposte all'Assemblea Straordinaria degli Azionisti di Mil1 che sarà convocata per l'approvazione del Progetto di Fusione. Il testo completo della bozza di statuto dell'Incorporante post-fusione è riportato in allegato al Progetto di Fusione e sarà depositato in conformità a quanto previsto dall'art. 2501^{ter} e seguenti del Codice Civile.

L'Incorporante subentrerà nei rapporti giuridici della Incorporanda a partire dalla data in cui la Fusione avrà efficacia giuridica. Gli effetti contabili e fiscali decorreranno dal 1 gennaio 2013. Le azioni di Mil1, quotate sul mercato AIM, proseguiranno la loro quotazione anche dopo la stipula dell'atto di fusione.

La Fusione è subordinata alla condizione risolutiva che la percentuale di azioni rappresentata dagli Azionisti di Mil1 recedenti e, quindi, dissenzienti rispetto all'Operazione Rilevante con Sesa, risulti inferiore al 30% del capitale sociale di Mil1. Il diritto di recesso compete, ai sensi degli artt. 2437 e seguenti del Codice Civile, agli azionisti ordinari dell'Incorporante che non avranno concorso alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione in quanto l'adozione di un nuovo statuto dell'Incorporante implicherà per gli azionisti ordinari di Mil1: (i) un cambiamento significativo dell'attività della società cui parteciperanno in esito alla Fusione; e (ii) la proroga del termine di durata della Società.

Ai fini del recesso, il valore di liquidazione delle azioni ordinarie sarà determinato dagli Amministratori di Mil1 ai sensi dell'art. 2437^{ter}, comma 2, del Codice Civile e in conformità al disposto dell'art. 9 dello statuto vigente di Mil1 e, come indicato nel Progetto di Fusione, sarà reso noto ai soci nei termini previsti dal comma 5 del medesimo articolo.

Con comunicazione in data 10 ottobre 2012 inviata al Consiglio di Amministrazione di Mil1, Genus S.r.l., in qualità di azionista titolare delle Azioni Speciali dell'Incorporante, ha dichiarato di rinunciare irrevocabilmente ed incondizionatamente (i) all'esercizio del diritto di recesso spettante al medesimo in relazione alla deliberazione assembleare di approvazione del Progetto di Fusione e, per l'effetto, (ii) alla predeterminazione del valore di liquidazione delle Azioni Speciali da parte del Consiglio di Amministrazione, ai sensi dell'art. 2437ter, comma 2 del Codice Civile, e alla sua messa a disposizione ai sensi della comma 5 del medesimo articolo.

Come precisato nel Progetto di Fusione, il Consiglio di Amministrazione di Sesa ha preso atto dell'impegno di tutti gli azionisti di Sesa a votare favorevolmente alla delibera di Fusione e, quindi, non ha provveduto alla determinazione del valore di liquidazione delle azioni ordinarie di Sesa ai sensi dell'art.2437ter, comma 2 del Codice Civile.

Come indicato nella Relazione degli Amministratori al Progetto di Fusione, l'operazione viene effettuata considerando che, in applicazione dell'art. 49, comma 1, lett. g) del Regolamento Consob 11971/1999 come successivamente modificato (il "Regolamento Emittenti"), trova tuttavia applicazione l'ipotesi di esenzione dall'obbligo di offerta pubblica totalitaria; pertanto, l'approvazione della proposta di Fusione da parte dell'Assemblea Straordinaria degli azionisti di Mil1, ferme restando le maggioranze di legge applicabili per l'assunzione di detta deliberazione, varrà anche al fine di esentare ITH dall'obbligo di promuovere un'offerta pubblica di acquisto totalitaria sulle azioni ordinarie di Mil1.

Come indicato nel Progetto di Fusione, gli azionisti di Mil1 saranno chiamati preliminarmente in Assemblea Ordinaria, per approvare:

- (i) la proposta di autorizzazione al compimento dell'Operazione Rilevante e, quindi, in particolare la proposta di acquisto (i) di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Sesa e (ii) delle azioni proprie detenute da Sesa;
- (ii) la proposta di autorizzazione all'utilizzo delle somme depositate sul Conto Corrente Escrow: (i) ai fini dell'Operazione Rilevante e, in particolare, per l'acquisto di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Sesa, comprensiva delle azioni proprie di quest'ultima, e (ii) ai fini della restituzione ai soci che esercitino il diritto di recesso a seguito dell'approvazione da parte dell'assemblea dei soci dell'Incorporante del Progetto di Fusione e delle connesse modifiche statutarie dell'Incorporante, dalle quali il diritto di recesso trae causa.

Il Progetto di Fusione è stato redatto dagli Amministratori nel presupposto che, preliminarmente all'approvazione dello stesso, siano approvate dall'Assemblea Ordinaria di Mil1 le proposte di deliberazione sopra descritte.

4. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro incarico abbiamo ottenuto direttamente da Sesa e Mil1 i documenti e le informazioni ritenute utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione, ed in particolare:

- il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori di Sesa e Mil1, approvati dai rispettivi Consigli di Amministrazione in data 15 ottobre 2012 ed indirizzati alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono, con riferimento alla situazione patrimoniale di Mil1 al 30 giugno 2012 ed al bilancio d'esercizio di Sesa al 30 aprile 2012, il seguente rapporto di cambio:

27 nuove azioni dell'Incorporante emesse al servizio dell'operazione, di cui 23 azioni ordinarie e n. 4 Azioni Riscattabili, a fronte di 200 azioni dell'Incorporata;

- il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2010 di Mil1, corredato delle relazioni degli Amministratori;
- il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2011 di Mil1 redatto in base ai principi contabili nazionali, corredato delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di revisione;
- il bilancio d'esercizio al 31 dicembre 2011 di Mil1 redatto in base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS ai fini dell'informativa finanziaria richiesta dal regolamento di Borsa Italiana per le società quotate all'AIM Italia, corredato delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di revisione;
- la relazione semestrale al 30 giugno 2012 di Mil1 redatta in base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS ai fini dell'informativa finanziaria richiesta dal regolamento di Borsa Italiana per le società quotate all'AIM Italia, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 12 settembre 2012, corredata dalla relazione della Società di revisione;
- la riesposizione in base ai principi contabili nazionali della relazione semestrale al 30 giugno 2012 di Mil1, corredata dalla Nota integrativa, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 12 settembre 2012, che costituisce la situazione patrimoniale ai sensi dell'art. 2501*quater* del Codice Civile;
- i bilanci d'esercizio e consolidati al 30 aprile 2011 e 2012 di Sesa, corredati delle relazioni degli Amministratori, del Collegio Sindacale e della Società di revisione; il bilancio d'esercizio al 30 aprile 2012 costituisce la situazione patrimoniale ai sensi dell'art. 2501*quater* del Codice Civile;
- la situazione patrimoniale ed economica pro-forma al 30 aprile 2012 di Sesa redatta in base ai principi contabili internazionali IAS/IFRS;
- lo Statuto vigente delle due Società e la bozza dello statuto della società Incorporante post-fusione allegati ai Progetti di Fusione;
- il Regolamento dei "Warrant Made in Italy 1 S.p.A.";;
- l'"Accordo Quadro" tra Made in Italy 1 S.p.A. e ITH S.r.l., azionista di riferimento di Sesa S.p.A., stipulato in data 15 ottobre 2012;
- il documento "Presentation Draft" predisposto da Sesa;
- il piano industriale di Sesa per il periodo 2012 - 2014 approvato dal Consiglio di Amministrazione del 15 ottobre 2012 predisposto dagli Amministratori ai fini della valutazione di Sesa in base al metodo del "Discounted Cash Flow" ("DCF");
- la relazione del Consiglio di Amministrazione di Mil1 sul valore di liquidazione a favore dei soci recedenti predisposta ai sensi degli artt. 2437 e 2437*ter* del Codice Civile, corredata del parere del Collegio Sindacale e della Società di revisione;
- la comunicazione in data 10 ottobre 2012 inviata al Consiglio di Amministrazione di Mil1 da parte del socio Genus S.r.l. avente ad oggetto la rinuncia al diritto di recesso;
- l'andamento delle quotazioni di borsa ed i volumi di scambio dei titoli Mil1;
- i dettagli di calcolo, dati ed informazioni ottenuti dagli Amministratori e da questi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le Società, ai fini della predisposizione della relazione ai sensi dell'articolo 2501*sexies* del Codice Civile, hanno messo anticipatamente a nostra disposizione la documentazione di cui sopra, anche in versione di bozza, ed in particolare le risultanze in merito alla determinazione del Rapporto di Cambio.

Abbiamo infine ottenuto dagli Amministratori delle due Società attestazione che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

Gli Amministratori delle Società coinvolte nell'operazione di fusione, in considerazione delle diverse caratteristiche delle Società stesse, hanno ritenuto ragionevole utilizzare metodi di valutazione differenti, comunque tali da ottenere risultati omogenei e pienamente confrontabili. In particolare:

- per la valutazione di Sesa, gli Amministratori delle Società hanno considerato che il vettore di valore è di natura sia reddituale che finanziario ed hanno, quindi, utilizzato sia il metodo dei moltiplicatori di mercato che il metodo del “*Discounted Cash Flow*” (“DCF”), rispettivamente come metodo principale e metodo di controllo;
- per la valutazione di Mil1, gli Amministratori hanno reputato che il vettore di valore è principalmente di natura patrimoniale ed hanno utilizzato il metodo del “*Net Asset Value*” (“NAV”).

Metodo dei moltiplicatori di mercato quale metodologia principale per la valutazione di Sesa

Il metodo dei moltiplicatori di mercato mira a determinare il valore di un'azienda assumendo a riferimento le indicazioni fornite dai mercati di Borsa regolamentati relative ad aziende comparabili a quella oggetto di valutazione ed è un metodo di tipo reddituale sintetico.

L'adozione del metodo parte dal calcolo di una serie di rapporti riferibili ad un campione di aziende comparabili che siano significativi per l'analisi in questione.

I moltiplicatori esprimono la valorizzazione implicita mediante il rapporto fra i prezzi di mercato degli attivi industriali (enterprise value o EV) o del capitale economico (capitalizzazione di borsa o P) e differenti grandezze economiche che configurano l'attività aziendale e che meglio ne rappresentano la performance (quali ad esempio ricavi, EBITDA, EBIT, utile netto).

Come indicato nella relazione degli Amministratori sul Progetto di Fusione, i rapporti ottenuti sono stati applicati alle grandezze economiche EBITDA e utile netto.

Nel caso di specie, gli Amministratori indicano che i moltiplicatori utilizzati sono derivati da scambi di titoli di alcune società quotate su mercati regolamentati, calcolati con riferimento ai prezzi puntuali al 18 settembre 2012. I moltiplicatori determinati dagli Amministratori fanno riferimento ai coefficienti EV/EBITDA e P/E.

Gli Amministratori delle Società oggetto della Fusione hanno applicato al valore medio dei suddetti moltiplicatori il cosiddetto “sconto di liquidità” in modo da considerare la differente condizione di titoli liquidi e liquidabili quotidianamente e di titoli non liquidi, come nel caso di Sesa.

I moltiplicatori utilizzati sono risultati pari a EV/EBITDA 2012 - compreso fra circa 3,2 (tre virgola due) e circa 3,6 (tre virgola sei) - e pari a P/E 2012 - compreso fra circa 6,5 (sei virgola cinque) e 7,3 (sette virgola tre) - coerenti con la forchetta più bassa di indici relativi ai comparables e applicando uno sconto di liquidità compreso tra il 10% e il 20% rispetto ai *peers* più assimilabili.

I dati a cui sono stati applicati i moltiplicatori sono quelli consuntivi per l'esercizio chiuso al 30 aprile 2012 predisposti su base consolidata del Gruppo SESA secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS. La posizione finanziaria netta considerata per l'applicazione del moltiplicatore EV/EBITDA è quella consolidata del Gruppo SESA al 30 aprile 2012.

Metodo del “Discounted Cash Flow” quale metodologia di controllo per la valutazione di Sesa

Il metodo del Discounted Cash Flow prevede l'attualizzazione dei flussi monetari attesi, incluso il valore residuo del patrimonio e la successiva rettifica per l'importo della posizione finanziaria netta.

I flussi utilizzati dagli Amministratori per la stima dell'Enterprise Value (EV) sono i Free Cash Flows cioè i flussi monetari netti della gestione caratteristica, depurati delle influenze dei movimenti collegati alla gestione finanziaria ed alla gestione extracaratteristica.

Nel caso di specie, la Relazione degli Amministratori indica che il metodo del DCF è stato adottato basandosi sul piano industriale di Sesa per il periodo 2012-2014 elaborato esclusivamente ai fini della Fusione sulla base di assunzioni economico-finanziarie nell'ipotesi che Sesa continui ad operare autonomamente (ipotesi *stand alone*).

Il valore residuo di Sesa è stato valutato dagli Amministratori basandosi su quello che potrebbe essere il valore di liquidazione di Sesa a fine piano, pari al valore di realizzo delle attività al netto dell'estinzione delle passività in essere.

Gli Amministratori hanno reputato opportuno utilizzare un tasso di attualizzazione dei flussi di cassa pari al costo medio ponderato del capitale (WACC) determinato come media ponderata del costo dei mezzi propri e del capitale di terzi calcolati con riferimento ad un tasso risk free del 5,14%, un equity risk premium del 7% ed un beta di 1.

Rispetto alla stima dell'Enterprise Value (EV) così determinata, gli Amministratori hanno apportato una rettifica per considerare la posizione finanziaria netta consolidata del Gruppo SESA al 30 aprile 2012.

Metodo del “Net Asset Value” (“NAV”) per la valutazione di Mil1

Il metodo del Net Asset Value prevede la determinazione del valore del capitale economico di Mil1 in base al valore equo di ciascuna delle attività e passività finanziarie della Società disgiuntamente considerate. Per valore equo si intende il valore di realizzo delle attività e di estinzione delle passività al netto degli effetti fiscali eventualmente applicabili.

Come indicato dagli Amministratori nelle relazioni sui Progetti di fusione, le attività di Mil1 sono costituite da disponibilità liquide e dalla partecipazione in Sesa per una quota pari al 16,00005% del capitale della Società che, come indicato in precedenza, Mil1 acquisterà da Sesa e da ITH S.r.l., in virtù delle previsioni contenute nell'Accordo Quadro e subordinatamente alla stipula dell'atto di Fusione. Le passività sono costituite dal debito per l'acquisto della partecipazione che verrà pagato con le somme depositate nel Conto Corrente Escrow e da debiti di natura commerciale.

Gli Amministratori hanno precisato che, al fine di mantenere omogeneità tra le valutazioni delle due Società riguardate dalla Fusione, il valore della partecipazione in Sesa detenuta da Mil1 è stato determinato su base proporzionale rispetto al valore del 100% del capitale di Sesa stimato con il metodo dei moltiplicatori di mercato.

La valutazione delle disponibilità liquide e delle passività è stata determinata dagli Amministratori pari al valore nominale, che coincide con il valore contabile alla data di riferimento.

In considerazione dell'esistenza del diritto di recesso da parte degli azionisti che non concorrono all'approvazione della Fusione, gli Amministratori hanno previsto di ridurre il valore del NAV di Mil1 dell'esborso connesso all'esercizio di tale diritto, calcolato sulla base del prezzo di liquidazione delle azioni Mil1 stabilito dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art. 2437 del Codice Civile e dello Statuto; tale prezzo di liquidazione risulta pari a Euro 9,95 per azione ordinaria, moltiplicato per un numero di azioni che sarà compreso tra zero (scenario di recesso minimo) e 1.499.999 (scenario di recesso massimo).

6. Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori

Gli Amministratori di Sesa e Mil1 hanno evidenziato nelle loro relazioni di aver incontrato taluni limiti e difficoltà che, nel caso in esame, possono così sintetizzarsi:

- a motivo del relativamente limitato numero di scambi delle azioni Mil1 conclusi nell'ambito di un mercato non regolamentato, gli Amministratori non hanno ritenuto opportuno utilizzare, in sede di determinazione del Rapporto di Cambio, i prezzi espressi da questi scambi;
- nella valutazione del Gruppo SESA effettuata applicando il metodo DCF gli Amministratori hanno utilizzato dati economici prospettici i quali presentano, per loro natura, alcuni elementi di incertezza;
- i moltiplicatori utilizzati dagli Amministratori per la valutazione del Gruppo SESA sono stati calcolati sulla base dei prezzi di borsa dei titoli delle società del settore maggiormente comparabili con SESA le quali, tuttavia, presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e il portafoglio di attività svolte, rispetto a SESA.

7. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori delle Società

Come precedentemente descritto, la valutazione del capitale economico delle Società partecipanti alla Fusione è stata effettuata dagli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, sulla base di metodologie idonee a considerare le differenti caratteristiche delle Società medesime; in particolare, Sesa è stata valutata applicando il metodo dei "moltiplicatori di mercato" (metodo principale) ed il metodo del "Discounted Cash Flow" (metodo di controllo), mentre Mil1 è stata valutata con il metodo del "Net Asset Value" ("NAV").

In applicazione delle metodologie adottate dai Consigli di Amministrazione, il valore del capitale economico attribuito alle Società partecipanti alla fusione risulta essere determinato come descritto nel seguito.

Valore del capitale economico di Sesa

Il valore del 100% del capitale economico alla data di riferimento è compreso tra circa Euro 112 milioni (centododicimilioni) e circa Euro 126 milioni (centoventiseimilioni); tale valore risulta in linea con quanto determinato secondo la metodologia di controllo adottata dagli Amministratori, ovvero un importo compreso fra circa Euro 116 milioni (centosedicimilioni) e circa Euro 127 milioni (centoventisettemilioni); pertanto, i Consigli di Amministrazione delle società partecipanti alla Fusione hanno ritenuto di attribuire al 100% del capitale netto di Sesa un valore di Euro 116 milioni (centosedicimilioni) corrispondente all'applicazione all'utile netto risultante al 30 aprile 2012 di un multiplo di circa 7,1 (sette virgola uno) coerente con le risultanze sia del metodo dei moltiplicatori di mercato che del metodo del DCF.

Valore del capitale economico di Mil1

Il valore del 100% del capitale economico alla data di riferimento è pari a Euro 54 milioni (cinquantaquattromilioni) nello scenario di recesso minimo (nessuna azione recedente) e pari a circa Euro 39 milioni (trentanovemilioni) nello scenario di recesso massimo (ipotesi di azioni recedenti pari a 1.499.999).

Al fine di pervenire alla determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori delle Società oggetto della Fusione hanno poi proceduto a calcolare il valore unitario delle azioni di Sesa e Mil1.

Valore unitario delle azioni Sesa

Il capitale sociale deliberato di Sesa alla data di riferimento delle valutazioni è costituito da n. 80.376.000 azioni ordinarie del valore nominale di Euro 0,52 ciascuna. Sesa non ha in circolazione strumenti potenzialmente diluitivi della base di capitale.

Pertanto, come illustrato dagli Amministratori nella relazione sul Progetto di Fusione, coerentemente alla valutazione del capitale economico di Sesa come sopra determinato, il valore unitario delle azioni di Sesa proposto ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio risulta pari a circa Euro 1,44 (uno virgola quarantaquattro).

Valore unitario delle azioni Mil1

Il capitale sociale deliberato di Mil1 alla data di riferimento delle valutazioni è costituito da n. 5.150.000 azioni senza valore nominale, delle quali n. 5.000.000 azioni ordinarie e n. 150.000 Azioni Speciali.

Delle azioni ordinarie in circolazione, un numero massimo di 1.499.999, corrispondenti al 30% -1 azione del totale di questa categoria, sono potenzialmente oggetto del diritto di recesso da parte degli azionisti che non abbiano concorso alla deliberazione assembleare del Progetto di Fusione.

Sono inoltre in circolazione n. 5.000.000 "Warrant Made in Italy 1 S.p.A." convertibili in azioni ordinarie.

In relazione a quanto sopra, gli Amministratori hanno illustrato nella loro relazione al Progetto di fusione, le considerazioni svolte in merito, evidenziando quanto segue:

- per le Azioni Speciali, gli Amministratori hanno considerato che queste sono prive del diritto al dividendo per un periodo massimo di diciotto mesi, a far tempo dalla data di efficacia dell'Operazione Rilevante, e del diritto di voto durante il quale incorporano un'opzione di conversione gratuita in azioni ordinarie; pertanto, sulla base di questi elementi, e considerando che la valutazione di Mil1 è sviluppata secondo una logica di tipo strettamente patrimoniale, gli Amministratori stimano il valore attribuibile alle Azioni Speciali pari a quello delle azioni ordinarie;
- per gli effetti connessi al diritto di recesso degli azionisti Mil1 che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione, il valore unitario delle azioni Mil1 è da calcolarsi con riferimento ad un numero di azioni ridotto del numero di azioni che saranno oggetto di riacquisto e annullamento per l'esercizio del diritto di recesso;
- per gli effetti connessi ai diritti dei Warrant e delle Azioni Speciali, gli Amministratori hanno tenuto conto che l'Accordo Quadro non prevede meccanismi di protezione rispetto alla diluizione derivante dalla futura conversione dei Warrant e delle Azioni Speciali, anche in sede di determinazione del Rapporto di Cambio.

Considerato quanto sopra, gli Amministratori ritengono che il valore unitario convenzionalmente attribuibile all'azione Mil1 ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni Sesa debba essere calcolato con riferimento a n. 5.150.000 azioni ridotto del numero delle azioni che saranno riacquistate e annullate a seguito dell'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione.

Pertanto, il valore unitario delle azioni è determinato senza distinzioni di valore tra azioni ordinarie e Azioni Speciali e senza considerare gli effetti di diluizione che potranno derivare in futuro dall'esercizio dei Warrant e dalla conversione moltiplicativa delle Azioni Speciali.

Quanto alle n. 1.350.316 Azioni Riscattabili emesse a servizio del concambio, gli Amministratori reputano che non siano da considerare separatamente nell'ambito della definizione del Rapporto di Cambio, in ragione delle loro caratteristiche.

Sulla base di quanto precede e tenendo conto della valutazione del capitale netto di Mil1, il Consiglio di Amministrazione ha determinato l'intervallo dei valori unitari delle azioni Mil1 da proporre ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio: detto intervallo risulta compreso tra Euro 10,49 (dieci virgola quarantanove) per azione nello scenario di recesso minimo ed Euro 10,71 (dieci virgola settantuno) per azione nello scenario di recesso massimo.

Sulla base dei valori unitari delle azioni Mil1 e delle azioni Sesa, i Consigli di Amministrazione hanno proceduto alla determinazione del Rapporto di Cambio.

Al fine di considerare gli effetti connessi all'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti Mil1 che non abbiano concorso all'approvazione della Fusione, i Consigli di Amministrazione hanno proceduto al calcolo del Rapporto di Cambio con riferimento ai valori unitari delle azioni sia secondo lo scenario di recesso minimo che secondo lo scenario di recesso massimo.

Come argomentato dagli Amministratori nella relazione sul Progetto di Fusione, la differenza tra i valori delle azioni Mil1 riferiti ai due scenari determina una variazione del Rapporto di Cambio di importo non materiale e sostanzialmente stabile nell'ambito del suddetto intervallo.

Pertanto, i Consigli di Amministrazione, pur non conoscendo alla data attuale il numero delle richieste di recesso, hanno deliberato di identificare un Rapporto di Cambio fisso determinato mediante arrotondamento alla terza cifra decimale in ipotesi di massimo recesso.

In conclusione, i Consigli di Amministrazione propongono un Rapporto di Cambio pari a n. 27 (ventisette) azioni ordinarie Mil1 di nuova emissione, di cui n. 23 (ventitre) azioni ordinarie e n. 4 (quattro) Azioni Riscattabili, per ogni 200 (duecento) azioni ordinarie Sesa; non sono previsti conguagli in denaro.

8. Lavoro svolto

a. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente paragrafo 4.

Gli interventi e le attività di seguito illustrati sono stati svolti nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci.

Come indicato in precedenza, la situazione patrimoniale al 30 giugno 2012 di Mil1 ed il bilancio d'esercizio al 30 aprile 2012 di Sesa sono stati assunti quali situazioni patrimoniali ai sensi dell'art. 2501^{quater} del Codice Civile; il bilancio d'esercizio di Sesa è stato assoggettato a revisione contabile da parte delle Società di revisione incaricata che, in data 2 agosto 2012, ha emesso la relazione di revisione ai sensi dell'art. 14 del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39 senza rilievi.

Per quanto riguarda la situazione patrimoniale di Mil1 al 30 giugno 2012, predisposta in base ai principi contabili nazionali appositamente per assolvere alle esigenze di cui all'art. 2501^{quater} del Codice Civile, è stata effettuata una desk review comprensiva di discussioni con la Direzione della Società ed incontri con i suoi Revisori, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la sua redazione. Inoltre, abbiamo svolto un'analisi delle differenze rispetto alla relazione semestrale redatta secondo i principi contabili internazionali IAS/IFRS ai fini informativi AIM Italia; tale relazione semestrale è stata assoggettata a revisione contabile limitata dalla Società di revisione che ha rilasciato in data 13 settembre 2012 la relazione di revisione limitata senza rilievi.

Anche per quanto riguarda il bilancio d'esercizio e consolidato di Sesa al 30 aprile 2012, esaminati dalla Società di revisione, sono stati svolti incontri e discussioni con la Direzione della Società, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati e i fatti salienti concernenti la loro redazione.

Abbiamo raccolto, attraverso discussione con le Direzioni di entrambe le Società, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la chiusura delle situazioni patrimoniali ex art. 2501^{quater} che potrebbero avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che, dalla data di chiusura delle predette situazioni patrimoniali alla data di emissione della presente Relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della valutazione delle Società partecipanti alla fusione e/o una modifica del Rapporto di Cambio.

Abbiamo esaminato la Relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione sul valore di liquidazione a favore dei soci recedenti di Mil1 ai sensi dell'art. 2437^{ter} del Codice Civile, la quale illustra i criteri di determinazione del valore unitario delle azioni che verrà riconosciuto ai soci che non concorreranno alla deliberazione assembleare della Fusione. Su tale valore sono stati ottenuti dagli Amministratori di Mil1 i pareri del Collegio Sindacale e della Società di revisione che concordano con le valutazioni effettuate dal Consiglio di Amministrazione.

Abbiamo riscontrato nella migliore dottrina e nella prassi professionale la ragionevolezza della percentuale adottata dagli Amministratori delle Società nel definire lo "sconto di liquidità" che sono ricompresi normalmente in un intervallo variabile tra il 10% e il 20%.

Per il piano industriale di Sesa e per le conseguenti previsioni dei flussi di cassa, ferme restando le incertezze e i limiti connessi a ogni tipo di dato previsionale, abbiamo discusso con la Direzione della Società le principali caratteristiche del processo di previsione e i criteri utilizzati per la redazione del citato piano.

Considerando le finalità dell'incarico conferitoci, con riferimento alla redazione delle situazioni patrimoniali delle due Società e del piano industriale di Sesa, e per le conseguenti previsioni dei flussi di cassa, non sussistono motivi per ritenere che le assunzioni fatte dagli Amministratori non siano ragionevoli.

b. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Abbiamo svolto un esame delle metodologie seguite dagli Amministratori per la determinazione del valore economico delle due Società e per la conseguente determinazione, da parte degli Amministratori, del Rapporto di Cambio, verificando l'idoneità tecnica, nelle specifiche circostanze, dei suddetti metodi.

Abbiamo ripercorso le suddette metodologie utilizzate dagli Amministratori, verificandone la ragionevolezza, sulla base della prassi e della dottrina maggioritarie, e la corretta applicazione delle stesse.

Abbiamo, altresì, verificato la ragionevolezza dei parametri utilizzati dagli Amministratori.

Abbiamo, inoltre, svolto le seguenti procedure:

- analisi critica dei Progetti di Fusione approvati dai Consigli di Amministrazione di Mil1 e Sesa in data 15 ottobre 2012 e delle Relazioni degli Amministratori redatte ai sensi dell'art. 2501*quinquies* del Codice Civile. Tali documenti sono stati ottenuti in via anticipata dalle Società onde consentire lo svolgimento delle attività necessarie ai fini dell'emissione del presente parere;
- verifica della completezza e uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché la coerenza dei metodi di valutazione rispetto alle caratteristiche delle due Società;
- sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, con l'obiettivo di verificare quanto il Rapporto di Cambio sia influenzabile da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e alla "Documentazione utilizzata" descritta al precedente paragrafo 4;
- verifica della correttezza matematica del calcolo dei rapporti di valori derivanti dall'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori;
- verifica della correttezza matematica della determinazione del numero di azioni di nuova emissione in applicazione del Rapporto di Cambio proposto;
- analisi critica della metodologia di determinazione del valore di liquidazione a favore dei soci recedenti che non abbiano concorso alla deliberazione assembleare di Fusione;
- incontri con la Direzione delle Società per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate e alle soluzioni adottate.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza della Direzione delle due Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte soltanto nella misura necessaria per le finalità dell'incarico indicato nel precedente paragrafo 1.

9. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori relativi alle singole Società, effettuata attraverso l'applicazione di criteri diversi per le due Società ma comunque tali da ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio; tale stima, pertanto, non è utilizzabile per finalità diverse.

Ferme restando le considerazioni in precedenza svolte circa la valenza, la portata e i limiti delle valutazioni nell'ambito delle operazioni di fusione, si osserva che:

- i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati dagli Amministratori attraverso un percorso metodologico di generale accettazione;
- i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori quale metodologia principale appaiono adeguati nella fattispecie, in considerazione delle caratteristiche delle due Società;

- la scelta del metodo patrimoniale per Mil1 e del metodo dei moltiplicatori di mercato per Sesa, utilizzati come metodi principali da parte degli Amministratori, risulta giustificata dall'attività svolta dalle due Società;
- conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica *stand-alone*, ovverosia le valutazioni sono state effettuate in ipotesi di continuità di gestione di Sesa e Mil1 e non sono state considerate stime relative alla possibilità di realizzazione di sinergie tra le due aziende;
- l'applicazione del metodo DCF per Sesa trova ampia applicazione nella prassi professionale e la scelta degli Amministratori di far ricorso a tale metodo, sia pure con esclusive finalità di controllo, risulta pertanto adeguata, nelle circostanze;
- l'approccio metodologico seguito dagli Amministratori di Sesa e Mil1, che ha previsto l'applicazione di metodologie di valutazione diverse in considerazione delle caratteristiche delle due Società, ha consentito di ottenere risultati omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- abbiamo riscontrato nella migliore dottrina e nella prassi professionale la ragionevolezza della percentuale adottata dagli Amministratori delle Società nel definire lo "sconto di liquidità" ricompreso in un intervallo variabile tra il 10% e il 20%, in linea con i parametri individuati dalla prevalente prassi professionale;
- gli Amministratori, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, parificano il valore delle Azioni Speciali di Mil1 a quello delle azioni ordinarie, tenuto conto che la logica di determinazione del valore di Mil1 è di tipo patrimoniale e, pertanto, non influenzata dalle diverse caratteristiche delle Azioni Speciali rispetto alle azioni ordinarie; quindi, l'approccio seguito dagli Amministratori appare, sotto questo profilo, adeguato, nelle circostanze e non arbitrario.

10. Limiti del revisore nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti e informazioni fornitici dalle Società partecipanti alla fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni della validità e/o efficacia dei negozi stipulati da Sesa, Mil1 ed ITH S.r.l., controllante di Sesa, né degli effetti della fusione sui medesimi.

- i) Relativamente alle principali difficoltà ed ai limiti specifici incontrati nell'espletamento del presente incarico, si evidenziano i seguenti limiti:
 - in relazione all'utilizzo di dati previsionali nella valutazione di Sesa secondo il metodo del DCF che sottendono per loro natura alcuni elementi di incertezza, abbiamo presupposto che questi siano stati preparati in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettono le migliori previsioni attualmente disponibili per gli Amministratori, in relazione ai futuri risultati economico finanziari;
 - i moltiplicatori utilizzati per la valutazione di Sesa sono calcolati sulla base dei prezzi di borsa dei titoli delle società del settore; tuttavia le società del campione proposto presentano differenze talvolta significative, per il profilo dimensionale e il portafoglio di attività svolte, rispetto a Sesa;
- ii) Si richiama, inoltre, l'attenzione sul fatto che, come già indicato, la Fusione è sottoposta alla condizione risolutiva legata all'esercizio di recesso da parte degli Azionisti di Mil1 che rappresentino almeno il 30% del capitale sociale.

11. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrati nella presente Relazione, fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Sesa e Mil1 siano adeguati, in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione pari a:

***n. 27 (ventisette) azioni ordinarie Made in Italy 1 S.p.A. di nuova emissione,
di cui n. 23 (ventitre) azioni ordinarie e n. 4 (quattro) Azioni Riscattabili,
per n. 200 (duecento) azioni Sesa S.p.A..***

Non è previsto alcun congruaglio in denaro.

Milano, 15 ottobre 2012

BDO S.p.A.

Maurizio Vanoli
(Un Amministratore)