



MITTEL S.p.A.

Sede in Milano – via Borromei n. 5

Capitale Sociale € 87.907.017 i.v.

Iscritta al Registro Imprese di Milano al n. 00742640154

www.mittel.it

**SUPPLEMENTO AL
DOCUMENTO INFORMATIVO**

PUBBLICATO IN DATA 20 NOVEMBRE 2019

relativo all'operazione di maggiore rilevanza con parte correlata concernente l'acquisto, da parte di Mittel S.p.A., di una partecipazione rappresentativa del 70% del capitale sociale di Sport Fashion Service S.r.l. da Blue Fashion Group S.p.A. e, su atto di nomina di quest'ultima, di una partecipazione rappresentativa del 20% del capitale sociale da Fremil International S.r.l.

Il presente documento, pubblicato su richiesta della Consob, reca una integrazione e un aggiornamento alle informazioni contenute nel documento informativo (redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate – adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche) divulgato in data 20 novembre 2019 e consultabile sul sito Internet di Mittel S.p.A. all'indirizzo www.mittel.it/wp-content/uploads/Documento-informativo-con-allegati_.pdf (il “**Documento Informativo**”).

I termini con la lettera iniziale maiuscola utilizzati nel presente documento, e qui non altrimenti definiti, avranno il medesimo significato ad essi attribuito nel Documento Informativo.

7 Febbraio 2020

SUPPLEMENTO AL DOCUMENTO INFORMATIVO

Con riferimento all'operazione con parte correlata di maggiore rilevanza avente a oggetto l'acquisto, da parte di Mittel, di una partecipazione rappresentativa del 70% del capitale sociale di SFS da BFG e, su atto di nomina di quest'ultima, di una partecipazione rappresentativa del 20% di SFS da Fremil – operazione analiticamente descritta nel Documento Informativo – Mittel, su richiesta della Consob, con il presente supplemento intende: **(i)** render note alcune informazioni integrative concernenti le “*Modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazione circa la sua congruità rispetto ai valori di mercati di operazioni simili*” (rif. paragrafo 2.4, pag. 11, del Documento Informativo che rimanda alla *fairness opinion* rilasciata, in data 13 novembre 2019, dall'Esperto Indipendente), nonché **(ii)** fornire un aggiornamento in relazione al pegno sull'intero capitale sociale di SFS (rif. paragrafo 2.1.2 “*Modalità, termini e condizioni dell'Operazione*”, pag. 9, del Documento Informativo) .

Con riguardo al punto (i) sopra citato, si segnala che il Comitato Parti Correlate di Mittel, su richiesta della Consob, ha invitato Deloitte a precisare taluni aspetti della *fairness opinion* rilasciata in data 13 novembre 2019.

L'integrazione, resa in data 4 febbraio 2020, dall'Esperto Indipendente - e qui allegata - conferma, nelle sue conclusioni, quanto segue:

“Il valore economico della totalità delle quote azionarie di SFS emergente dalla negoziazione condotta nell'ambito dell'Operazione è risultato essere pari a Euro 12,5 milioni. Tale valore, potrebbe ulteriormente elevarsi in considerazione di una componente di prezzo differita (“Earn-Out”) prevista dall'Operazione. Dalle valutazioni da noi effettuate, con i metodi ed i risultati meglio dettagliati in precedenza e riepilogati nella tabella di seguito, si giunge a valori omogenei tra loro e stabilmente superiori rispetto al valore desumibile dalla negoziazione, anche tenendo conto dell'eventuale Earn-out.”

Euro/000	Multipli di mercato	Multipli transazionali	DCF
Ebitda 2019	5.078	5.078	
Multiplo	11,0x	10,1x	
Enterprise Value	55.788	51.502	49.087
PFN 2019 BDG Adj	(12.062)	(12.062)	(12.062)
Equity Value	43.726	39.440	37.025
% di sconto	25%		
Equity Value	32.795	39.440	37.025

Come riportato nel Parere, la divergenza esistente tra i valori ottenuti attraverso l'applicazione dei metodi di valutazione ed il valore economico di SFS negoziato tra le parti è ascrivibile alla differente natura dei due valori. Mentre il valore economico desunto dai modelli valutativi è

rappresentativo del valore teorico del capitale sociale della Società, il valore negoziale è espressivo di una molteplicità di fattori, comuni e allo stesso tempo specifici di ogni trattativa tra controparti, non direttamente quantificabili all'interno di modelli di valutazioni.

Sulla base di quanto sopra riportato, nella Relazione del 13 novembre 2019 - considerata la documentazione esaminata, lo svolgimento delle procedure e tenuto conto della natura, portata e limiti del lavoro, così come ivi illustrati e dettagliati - concludiamo congruo dal punto di vista finanziario il prezzo delle partecipazioni in SFS oggetto di trasferimento nell'ambito dell'Operazione."

Si allega: nota di Deloitte & Touche S.p.A. datata 4 febbraio 2020

Con riguardo al punto (ii) sopra citato si fa presente quanto segue. Come indicato nel Documento Informativo (rif. pag. 3 e ss. alla definizione di "Istituto Finanziatore"), sull'intero capitale sociale di SFS insiste un diritto di pegno di primo grado a favore dell'Istituto Finanziatore a garanzia di due finanziamenti erogati nell'aprile del 2017 rispettivamente: (i) nei confronti di SFS, per un ammontare di Euro 2,5 milioni complessivi a copertura delle esigenze operative di SFS ("Linea RCF") e (ii) nei confronti del veicolo Progetto Heritage (poi fusa per incorporazione in SFS), per un ammontare di Euro 10 milioni complessivi a copertura di parte del pagamento connesso all'originaria operazione di acquisizione ("Linea Acquisition Financing").

Entrambi i finanziamenti hanno durata pari a 5 anni (con scadenza al 30 giugno 2022) e prevedono in capo a SFS l'obbligo di rispettare una serie di parametri finanziari. L'ammontare residuo, alla data odierna, è pari rispettivamente: (i) a Euro 2,5 milioni per la Linea RCF e (ii) a Euro 5,8 milioni per la Linea Acquisition Financing.

Nel Documento Informativo (rif. paragrafo 2.1.2 "*Modalità, termini e condizioni dell'Operazione*", pag. 9) si è dato conto di come, in vista del closing del 15 novembre 2019, BFG abbia provveduto a notificare all'Istituto Finanziatore «*i termini e le condizioni della cessione delle quote in pegno al predetto Istituto Finanziatore nonché l'adozione di un nuovo statuto sociale*», con autorizzazione dell'Istituto Finanziatore alla predetta cessione e al nuovo statuto.

In data 4 dicembre 2019 – quindi successivamente alla data di pubblicazione del Documento Informativo (ragione per la quale il Documento Informativo non conteneva informazioni sul punto) – Mittel (acquirente del 90% del capitale sociale di SFS), Corporate Value (acquirente di un 5% di SFS: rif. pag. 7 del Documento Informativo) e BFG (cedente) hanno stipulato con l'Istituto Finanziatore un atto ricognitivo e di conferma del pegno insistente sulla partecipazione oggetto di cessione.

Si precisa, infine, che, nel medesimo contesto e con separate lettere datate 4 dicembre 2019, Mittel è subentrata a BFG in un duplice obbligo che la stessa BFG, nella sua qualità di socio di controllo di SFS, aveva assunto nei confronti dell'Istituto Finanziatore. Si tratta: (i) da un lato, dell'impegno a intervenire finanziariamente in favore di SFS in caso di sfioramento di taluni parametri finanziari previsti dal contratto di finanziamento; (ii) dall'altro, dell'impegno a non cedere il controllo di SFS prima del soddisfacimento integrale delle ragioni di credito dell'Istituto Finanziatore.

4 febbraio 2020

Alla cortese attenzione del Comitato Parti Correlate di
Mittel S.p.A.

Egregi Signori,

con riferimento all'incarico conferito a Deloitte & Touche S.p.A. dal Comitato Parti Correlate di Mittel S.p.A. (di seguito "**CPC**"), in qualità di esperto indipendente del CPC, di redigere un parere non vincolante con riferimento all'operazione avente ad oggetto l'acquisizione da parte di Mittel S.p.A. di una quota del 70% del capitale sociale di Sport Fashion Service S.r.l. da Blue Fashion Group S.p.A. nonché di una ulteriore quota del 20% da Fremil International S.r.l., ci avete richiesto di precisare taluni aspetti del parere reso in data 13 novembre 2019.

Conseguentemente alleghiamo alla presente una breve nota nella quale vengono riepilogati i metodi di valutazione da noi adottati al fine di esprimerci nel parere non vincolante da noi emesso in data 13 novembre 2019 (di seguito anche il "**Parere**" o la "**Relazione**") sulla congruità dal punto di vista finanziario del prezzo delle partecipazioni oggetto di trasferimento, i valori scaturiti da ciascun metodo di valutazione adottato, i principali parametri presi a riferimento per l'applicazione di ciascun metodo e le relative conclusioni.

Con i migliori saluti.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Marco Miccoli
Socio

**METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI AL FINE DELLA VERIFICA
SULLA CONGRUITÀ DEL CORRISPETTIVO PATTUITO PER IL TRASFERIMENTO
DELLE AZIONI DI SPORT FASHION SERVICE SRL**

Considerazioni metodologiche

Il valore economico di Sport Fashion Service S.r.l. (di seguito la "**Società**" o "**SFS**") – oggetto di acquisizione da parte di Mittel S.p.A. (di seguito "**Mittel**") per una quota del 70% del capitale sociale da Blue Fashion Group S.p.A. nonché di una ulteriore quota del 20% da Fremil International S.r.l. (di seguito anche l'"**Operazione**") - è stato determinato sulla base dei risultati prodotti da una pluralità di metodi di valutazione, selezionati tra quelli ritenuti più appropriati, in considerazione delle caratteristiche distintive della Società stessa, della tipologia di operatività e del mercato di riferimento. La valutazione è stata condotta in ottica *stand-alone* e in ipotesi di continuità gestionale.

In particolare, le metodologie di valutazione individuate sono le seguenti:

- metodo finanziario (o *Discounted Cash Flow* – DCF)
- metodo dei multipli, nelle configurazioni di (i) metodo dei multipli di Borsa e (ii) metodo dei multipli transazionali.

Si precisa che le opinioni espresse nel nostro Parere, e di seguito in sintesi riportate, si sono basate necessariamente su informazioni economico-finanziarie, quotazioni di borsa e sulle condizioni dei mercati finanziari disponibili e valutabili alla data del 13 novembre 2019 ("Data di Valutazione"), che sono soggette a fluttuazioni, anche significative. Inoltre, i metodi di valutazione impiegati hanno comportato, tra l'altro, l'utilizzo di dati previsionali per loro natura aleatori e incerti in quanto sensibili al mutamento di variabili macro economiche e a fenomeni esogeni alla Società che non necessariamente si potrebbero verificare. Resta inteso che eventuali sviluppi successivi alla Data di valutazione potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella Relazione e non sono stati oggetto di esame da parte nostra.

Di seguito, si fornisce una descrizione teorica delle metodologie adottate.

1. Descrizione dei metodi di valutazione

1.1 Metodo finanziario

L'approccio finanziario, nella versione dell'*Unlevered Discounted Cash Flows*, ravvisa nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della sua valutazione. La caratteristica principale della metodologia finanziaria consiste nel rispetto del principio della teoria del valore tramite l'apprezzamento della capacità di generazione di flussi di cassa, del profilo di rischio degli stessi nonché della loro distribuzione nel tempo.

Secondo il metodo in esame, il valore del capitale economico di un'azienda è pari alla somma delle seguenti componenti:

- il valore operativo o *Enterprise Value*, determinato sulla base dei flussi di cassa operativi che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale ("WACC");
- il valore di mercato di eventuali *surplus asset* non inerenti alla gestione caratteristica o non considerati, per eventuali specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi;
- la posizione finanziaria netta dell'azienda determinata con riferimento alla data di valutazione.

Per quanto concerne la determinazione del valore operativo, la stima dei flussi di cassa operativi prospettici richiede un'analisi puntuale per l'orizzonte temporale prevedibile ed una stima del valore futuro dell'azienda al termine del periodo di proiezione esplicita. Si riporta di seguito la relazione per la stima del valore del capitale economico:

$$W_e = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+wacc)^t} + \frac{TV}{(1+wacc)^n} + PFN + ACC$$

dove:

W_e	valore del capitale economico dell'azienda;
$FCFF$	flussi di cassa operativi (<i>Free Cash Flows to the Firm</i>);
n	orizzonte di proiezione esplicita;
$WACC$	<i>Weighted Average Cost of Capital</i> , o costo medio ponderato del capitale;
TV	<i>Terminal Value</i> o valore residuo;
PFN	posizione finanziaria netta;
ACC	valore delle attività accessorie non operative.

Ai fini del calcolo del valore operativo è quindi necessario stimare le seguenti componenti:

I flussi di cassa operativi (FCFF)

I flussi di cassa operativi da stimare per il periodo di proiezione esplicita sono quelli resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda, con esclusione di qualsiasi componente di natura finanziaria. In particolare:

	Reddito operativo
+	Ammortamenti ed accantonamenti
-	Imposte figurative (calcolate sul reddito operativo)
=	<i>Flusso di circolante</i>
-/+	Variazione del capitale circolante netto
=	<i>Flusso di cassa della gestione corrente</i>
-/+	Variazione degli investimenti in attività operative
=	<i>Flusso di cassa operativo (FCFF)</i>

L'orizzonte di proiezione esplicita (n)

L'orizzonte di tempo n da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi di cassa operativi deve essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, l'azienda abbia raggiunto uno stato di sostanziale equilibrio. A questo fine occorre stimare il cosiddetto "*competitive advantage period*" che l'azienda possiede rispetto ai suoi concorrenti, ovvero l'arco di tempo entro il quale la redditività operativa dell'impresa risulta ragionevolmente determinabile in modo puntuale e auspicabilmente superiore al suo costo del capitale.

Il Terminal Value o valore residuo (TV)

Ai fini della stima del valore residuo, la dottrina e la prassi professionale prevalente propongono diverse alternative:

- valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici (prezzo/utile per azione, prezzo/patrimonio netto per azione, etc.);
- valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso di cassa operativo medio normalizzato.

In quest'ultima ipotesi il valore residuo rappresenta il valore attuale (all'anno n) dei flussi di cassa operativi previsti per il periodo successivo all'orizzonte temporale di riferimento. Esso può essere stimato come segue:

$$TV = \frac{FCFF^* \cdot (1+g)}{(wacc - g)}$$

dove:

TV Terminal Value o valore residuo;
*FCFF** flusso di cassa operativo normalizzato;
WACC *Weighted Average Cost of Capital*, o costo medio ponderato del capitale;
g tasso di crescita del flusso di cassa operativo medio normalizzato atteso nel periodo successivo a quello di proiezione esplicita.

Il tasso di attualizzazione

I flussi di cassa individuati con il metodo in oggetto sono di natura operativa, ossia destinati alla remunerazione e all'eventuale rimborso dei fornitori di capitale di debito e di rischio. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa operativi, deve quindi essere utilizzato un tasso rappresentativo del costo di tutte le risorse finanziarie utilizzate dall'azienda. Detto tasso è individuabile nel WACC, che è definito come segue:

$$wacc = K_d \cdot (1-t) \cdot \frac{W_D}{W_D + W_E} + K_e \cdot \frac{W_E}{W_D + W_E}$$

dove:

W_E valore di mercato del capitale di rischio;
W_D valore di mercato del capitale di debito;
K_e costo del capitale di rischio;
K_d costo del capitale di debito;
t aliquota media d'imposta.

Il costo del capitale di debito è pari al costo dei debiti onerosi della società mentre il costo del capitale di rischio è comunemente definito come il costo opportunità del capitale azionario dell'azienda, ovvero il suo rendimento medio atteso. Il costo del capitale di rischio può essere stimato tramite differenti modelli. La prassi operativa prevalente impiega il modello del *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, definito dalla seguente relazione:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) = R_f + \beta \cdot MRP$$

dove:

K_e costo del capitale di rischio;
R_f rendimento degli investimenti privi di rischio;
R_m rendimento di un portafoglio di attività rappresentativo del mercato;
 β indice della rischiosità della società rispetto alla media del mercato;
MRP premio per il rischio di mercato.

I tassi sopra definiti, rappresentando il rendimento di mercato da garantire agli investitori in capitale di debito ed in capitale di rischio, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della società oggetto di valutazione.

Ai fini della stima della struttura finanziaria, ossia della definizione dei pesi del capitale di debito e di quello di rischio (*leverage*), è possibile ricorrere a diverse soluzioni operative:

- riferirsi alla struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato. In tal caso, si ipotizza implicitamente che la società, nel lungo periodo, abbia una struttura finanziaria analoga a quella corrente;
- riferirsi alla struttura finanziaria prospettica della società, definibile sulla base di:
 - i. valori medi di mercato delle due componenti di capitale, rilevate a partire da un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria della società si allineerà, nel medio-lungo periodo, a quella delle aziende del settore di appartenenza;
 - ii. valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal management della società e incorporate nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, sono formulate ipotesi esplicite sulla composizione prospettica del capitale della società.

Ai fini della stima del valore del capitale economico è inoltre necessario stimare le seguenti componenti:

Posizione Finanziaria Netta ("PFN")

La posizione finanziaria netta rappresenta il risultato della somma algebrica dei debiti finanziari accesi dall'azienda, dei crediti finanziari e della sua liquidità, alla data di riferimento della valutazione.

Valore delle Attività Accessorie ("ACC")

Il valore operativo della società, derivante dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi prospettici, non comprende il valore delle attività accessorie non strumentali o *surplus asset*, la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non compromette la futura redditività dell'attività economica prospettica dell'impresa. Talvolta le attività accessorie possono comprendere anche attività definibili strumentali ma per natura o dimensione classificabili come sussidiarie rispetto al *core business* dell'impresa stessa.

1.2 Metodo dei multipli

Il metodo dei multipli presuppone che il valore di una società sia determinato assumendo come riferimento le indicazioni fornite dal mercato borsistico (metodo dei multipli di Borsa) o da operazioni di compravendita (metodo dei multipli transazionali) aventi ad oggetto società con caratteristiche analoghe a quelle oggetto di valutazione.

Metodo dei multipli di Borsa

Il metodo dei multipli di Borsa si basa sulla determinazione di multipli calcolati come rapporto tra valori di borsa e grandezze economiche, patrimoniali e finanziarie di un campione di società comparabili. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e i necessari aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi:

1. Determinazione del campione di riferimento. Nella selezione delle società comparabili i principali criteri di selezione sono i seguenti: settore di appartenenza, dimensione della società, area geografica di riferimento, attendibilità dei dati finanziari e profilo di rischio dell'attività. Data la natura di tale metodo, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione. La significatività dei risultati è, infatti, strettamente dipendente dalla confrontabilità delle società che costituiscono il campione. I titoli prescelti devono inoltre presentare un buon grado di liquidità e non riguardare società i cui corsi

potrebbero essere significativamente influenzati da particolari situazioni contingenti.

2. Determinazione di un intervallo temporale di riferimento. Tale fase è finalizzata alla neutralizzazione di eventi di carattere straordinario quali fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative e all'adeguata espressione nei corsi di Borsa delle informazioni trasmesse dai mercati. I risultati dell'applicazione della suddetta metodologia sono connessi alla scelta tra il ricorso a valori medi all'interno di un determinato intervallo temporale o a valori puntuali.
3. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi.
4. Applicazione dei multipli selezionati ai pertinenti valori reddituali e patrimoniali della società oggetto di valutazione ed eventuali rettifiche per considerare la PFN e le ACC, in funzione della configurazione dei multipli utilizzati.

Metodo dei multipli transazionali

Il metodo dei multipli transazionali si basa sull'utilizzo di multipli rilevati in occasione di compravendita di società comparabili con l'entità oggetto di valutazione, opportunamente depurati di eventuali componenti negoziali e/o strategiche riconosciute nei prezzi di acquisizione. Tale metodologia si basa sui moltiplicatori ottenuti rapportando il valore riconosciuto nella compravendita di tali società a grandezze economico patrimoniali o empiriche significative della società considerata. I multipli così determinati vengono applicati, con le opportune integrazioni e i necessari aggiustamenti, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione, al fine di stimarne un intervallo di valori.

L'applicazione di tale metodo si articola nelle seguenti fasi:

1. Determinazione del panel di transazioni ritenute comparabili con l'entità oggetto di valutazione. Nella selezione delle transazioni comparabili i criteri di selezione sono principalmente riconducibili a settore di appartenenza, dimensione della società e area geografica di riferimento. Come per il metodo dei multipli di Borsa, risulta particolarmente critica l'affinità, da un punto di vista operativo e finanziario, fra le società incluse nel campione di riferimento e le società oggetto di valutazione.
2. Determinazione di un intervallo temporale di riferimento antecedente la data di valutazione.
3. Calcolo dei rapporti fondamentali ritenuti significativi.
4. Applicazione dei multipli selezionati ai pertinenti valori reddituali e patrimoniali della società oggetto di valutazione ed eventuali rettifiche per considerare la PFN e le ACC, in funzione della configurazione dei multipli utilizzati.

2. Applicazione dei metodi di valutazione

Al fine della stima del valore del capitale economico di SFS sono stati utilizzati i metodi precedentemente esposti.

2.1 SFS – Metodo finanziario

Ai fini dell'applicazione del suddetto metodo, sono stati considerati i flussi di cassa operativi attesi, identificando quale orizzonte temporale di riferimento il periodo di previsione esplicita infrannuale relativo al 2019, basato sul forecast 2019, e agli esercizi dal 2020 al 2024, cui si riferisce il Business Plan di SFS.

In particolare, il flusso di cassa atteso per il 2019 è stato determinato riproporzionando il forecast 2019 al fine di considerare il solo periodo che intercorre tra la data dell'Operazione e il 31 dicembre 2019, data di chiusura del primo dei citati periodi prospettici.

Per la determinazione del valore di SFS è stato considerato il valore dei flussi di cassa generati nel periodo di previsione esplicita e quelli, in ipotesi di continuità, generati in perpetuo oltre il periodo di piano. Il *Terminal Value*, come definito in precedenza, è stato pertanto calcolato mediante applicazione di una rendita perpetua attraverso la capitalizzazione di un flusso di cassa operativo normalizzato.

In dettaglio, in considerazione anche della natura e degli obiettivi del presente Parere, il TV è stato stimato come segue:

- EBITDA: pari al valore medio degli ultimi quattro anni di piano (2021 – 2024);
- ammortamenti e investimenti: pari al valore medio degli investimenti negli ultimi quattro anni di piano (2021- 2024);
- variazione di capitale circolante netto e fondi: considerate nulle.

L'EBITDA utilizzato ai fini della determinazione del TV è stato mediato su quattro anni di piano in virtù dell'attesa stabilizzazione della rete di vendita di SFS seguente al *rump-up* che avrà inizio nell'anno 2021.

Nel calcolo della rendita perpetua, è stato considerato un tasso di crescita pari a 1,5% in linea con l'inflazione attesa nel lungo periodo (2024) per l'Italia (fonte: *International Monetary Fund*, ottobre 2019).

Il tasso di sconto utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa è il WACC (Weighted Average Cost of Capital – costo medio ponderato del capitale) nella sua configurazione post-tax e risulta pari a 9,9%.

In particolare sono stati considerati i seguenti parametri:

- **costo del debito:** determinato considerando il tasso IRS con scadenza 10 anni (rendimento medio dei dodici mesi antecedenti la Data di valutazione) incrementato di uno *spread* pari a 2,3%;
- **risk free rate:** ottenuto considerando i rendimenti medi dei *Government bond* italiani con scadenza decennale e quindi già comprensivi di una componente di *country risk premium* (media dei dodici mesi antecedenti la Data di valutazione);
- **market risk premium:** pari a 5,7% (MRP per Paesi rating AAA - fonte Damodaran luglio 2019);
- **company specific risk premium:** pari a 3,5% in considerazione delle ridotte dimensioni della Società (fonte: Duff & Phelps 2018, Micro Cap 9-10° decile);
- **beta relevered:** determinato con riferimento al beta *unlevered* di mercato di un panel di società comparabili (sulla base delle estrazioni mensili dei 5 anni precedenti la Data di Valutazione) e re-levereggiato sulla base della struttura finanziaria media dei *comparables* stessi ed il *tax rate* specifico;
- **struttura finanziaria:** utilizzata ai fini della ponderazione del costo del debito e del costo del capitale si è basata sui dati medi di mercato delle società comparabili.

Dall'attualizzazione dei flussi di cassa operativi del periodo di proiezione esplicita (2019-2024) e del *Terminal Value* si è quindi giunti ad una determinazione del valore operativo, o *Enterprise Value* pari ad Euro 49,087 milioni. Al fine di stimare il capitale economico della Società, il valore precedentemente ottenuto è stato quindi rettificato per tenere in considerazione il valore della Posizione Finanziaria Netta della Società al 31 dicembre 2019 attesa, alla Data di valutazione, pari a Euro 12,062 milioni, come da rettifiche operate in sede

di *due diligence* finanziaria. L'*Equity value* così determinato risulta essere pari ad Euro 37,025 milioni.

2.2 SFS – Metodo dei multipli

(i) Metodo dei multipli di borsa

Ai fini dell'applicazione del suddetto metodo, è stato individuato un campione di riferimento di società comparabili per attività svolte.

Per ciascuna delle società costituenti il campione, sono stati considerati i multipli ritenuti maggiormente significativi per l'analisi. La scelta di tali moltiplicatori è stata effettuata sulla base delle caratteristiche proprie del settore in analisi e della prassi di mercato. In dettaglio, per ciascuna società identificata è stato determinato il rapporto tra l'*Enterprise Value* - calcolato su base trimestrale rispetto alla data di valutazione - e l'*EBITDA last twelve months*. Il valore medio dei multipli così determinato, pari a 11,0x, è stato poi applicato all'*EBITDA* di SFS, come da forecast 2019. L'*Enterprise Value* così determinato è risultato essere pari a Euro 55,788 milioni.

Al fine di stimare il capitale economico della Società, il valore precedentemente ottenuto è stato quindi rettificato per tenere in considerazione il valore della Posizione Finanziaria Netta della Società al 31 dicembre 2019 attesa, alla Data di valutazione, pari a Euro 12,062 milioni, come da rettifiche operate in sede di *due diligence* finanziaria, ottenendo un valore pari a Euro 43,726 milioni.

In ultimo, come da miglior prassi di mercato, al valore di capitale economico della Società è stato applicato uno sconto pari al 25% al fine di considerare la condizione di minor liquidità intrinseca della stessa rispetto ai comparabili quotati utilizzati nella valutazione¹. L'*Equity Value* così determinato risulta essere pari a Euro 32,795 milioni.

(ii) Metodo dei multipli da transazioni comparabili

Ai fini dell'applicazione del suddetto metodo, è stato individuato un campione di transazioni comparabili riguardanti società attive nel settore "*sportswear*", circoscrivendo l'analisi agli anni 2017-2018. Sulla base del campione individuato è stato determinato un valore medio del multiplo *Enterprise Value* su *EBITDA* per gli anni 2017 e 2018 pari a 10,1x.

Tale moltiplicatore è stato poi applicato all'*EBITDA* di SFS, come da forecast 2019, ottenendo un *Enterprise Value* pari a Euro 51,502 milioni.

Al fine di addivenire alla stima del capitale economico della Società, il valore precedentemente ottenuto è stato quindi rettificato per tenere in considerazione il valore della Posizione Finanziaria Netta della Società al 31 dicembre 2019 attesa, alla Data di valutazione, pari a Euro 12,062 milioni, come da rettifiche operate in sede di *due diligence* finanziaria. L'*Equity Value* così determinato risulta essere pari a Euro 39,440 milioni.

3. Riepilogo dei risultati emersi dall'applicazione dei metodi di valutazione

Il valore economico della totalità delle quote azionarie di SFS emergente dalla negoziazione condotta nell'ambito dell'Operazione è risultato essere pari a Euro 12,5 milioni. Tale valore, potrebbe ulteriormente elevarsi in considerazione di una componente di prezzo differita ("**Earn-Out**") prevista dall'Operazione.

¹ Tale fattore di sconto è stato mutuato da quanto disposto da Banca d'Italia nel "Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio", Titolo V, capitolo IV, sezione II, 2.4.6.

Dalle valutazioni da noi effettuate, con i metodi ed i risultati meglio dettagliati in precedenza e riepilogati nella tabella di seguito, si giunge a valori omogenei tra loro e stabilmente superiori rispetto al valore desumibile dalla negoziazione, anche tenendo conto dell'eventuale Earn-out.

<i>Euro/milioni</i>	Multipli di mercato	Multipli transazionali	Metodo finanziario
Ebitda 2019	5.078	5.078	
<i>Multiplo</i>	11,0x	10,1x	
<i>Enterprise Value</i>	55.788	51.502	49.087
PFN 2019	(12.062)	(12.062)	(12.062)
<i>% di sconto</i>	25%		
Equity Value	32,795	39,440	37,025

Come riportato nel Parere, la divergenza esistente tra i valori ottenuti attraverso l'applicazione dei metodi di valutazione ed il valore economico di SFS negoziato tra le parti è ascrivibile alla differente natura dei due valori. Mentre il valore economico desunto dai modelli valutativi è rappresentativo del valore teorico del capitale sociale della Società, il valore negoziale è espressivo di una molteplicità di fattori, comuni e allo stesso tempo specifici di ogni trattativa tra controparti, non direttamente quantificabili all'interno di modelli di valutazioni.

Sulla base di quanto sopra riportato, nella Relazione del 13 novembre 2019 - considerata la documentazione esaminata, lo svolgimento delle procedure e tenuto conto della natura, portata e limiti del lavoro, così come ivi illustrati e dettagliati - concludiamo congruo dal punto di vista finanziario il prezzo delle partecipazioni in SFS oggetto di trasferimento nell'ambito dell'Operazione.