



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

TERZO 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 è redatto al fine di rendere nota una deroga intervenuta, a febbraio 2023, a talune disposizioni contenute nell’originario contratto che regolava l’acquisto, perfezionatosi nel novembre 2019, 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..

L’originaria operazione con parte correlata di maggiore rilevanza – concernente, oltre all’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., anche quello, su atto di nomina di quest’ultima, di una partecipazione rappresentativa del 20% del capitale sociale da Fremil International S.r.l. – era stata oggetto di informativa al mercato mediante pubblicazione di un 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 (il “Documento Informativo”), successivamente integrato e aggiornato con: (i) il Supplemento al Documento Informativo pubblicato in data 7 febbraio 2020 (il “Primo Supplemento”) e (ii) il Secondo Supplemento al Documento Informativo pubblicato in data 16 luglio 2020 (il “Secondo Supplemento”).

Il Documento Informativo, il Primo Supplemento, il Secondo Supplemento ed il presente documento, che costituisce il terzo supplemento al Documento Informativo (il “Terzo Supplemento”), sono documenti tutti consultabili sul sito Internet di Mittel S.p.A. all’indirizzo https://www.mittel.it/wp-content/uploads/Secondo-Supplemento-al-Documento-Informativo_versione-finale.pdf.

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

21 febbraio 2023

TERZO SUPPLEMENTO AL DOCUMENTO INFORMATIVO

Nel Documento Informativo, Mittel forniva al mercato e agli azionisti un quadro informativo di tutti i principali termini e condizioni dell'Operazione, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 13 novembre ed eseguita in data 15 novembre 2019.

Nel Primo Supplemento, Mittel forniva al mercato e agli azionisti talune informazioni integrative concernenti le “*Modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazione circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari*”, nonché un aggiornamento in relazione al pegno sull'intero capitale sociale di SFS.

Nel Secondo Supplemento, Mittel forniva al mercato e agli azionisti un'integrazione ai principali termini impiegati all'interno del Documento Informativo (le “Definizioni”) con unico riguardo alla posizione finanziaria netta rilevante ai fini della determinazione del Cap Earn-Out (“PFN Effettiva 2019”).

Con il Terzo Supplemento, Mittel intende fornire al mercato e agli azionisti un aggiornamento riguardo alle modifiche successivamente intervenute a talune disposizioni del contratto di compravendita, sottoscritto in data 15 novembre 2019, tra BFG e Mittel, per l'acquisto, da parte di quest'ultima, del 70% del capitale sociale di SFS (già definito nelle Definizioni “Contratto”) – riferite all'Earn-Out – e disciplinate in una scrittura privata sottoscritta, in data 16 febbraio 2023, tra Mittel e BFG e denominata “*Addendum al contratto preliminare di compravendita di quote sottoscritto in data 15 novembre 2019*”, che concerne il pagamento da parte di Mittel a BFG – in via anticipata e, pertanto, in deroga alle previsioni contenute nel Contratto (ed in particolare all'Articolo 3 e alle disposizioni di cui ai paragrafi 3.3, 3.4, 3.5 e 3.6) – di un ammontare complessivo e omnicomprensivo, a titolo di Earn-Out, convenzionalmente convenuto tra le parti in Euro 2.000.000,00 (di seguito “*Addendum*” o, in alternativa, “*Operazione 2*”).

1. AVVERTENZE

Nel seguito si indicano, in sintesi, i principali rischi derivanti dall'operazione che possono condizionare in misura significativa l'attività dell'Emittente, nonché quelli connessi alla sua natura di operazione con parti correlate. Il contenuto delle Avvertenze deve essere letto congiuntamente alle altre informazioni presenti nel Documento Informativo e nei suoi successivi Supplementi.

1.1. Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'operazione con parti correlate

L'Operazione 2 descritta nel Terzo Supplemento costituisce un'operazione con parti correlate, ai sensi del Regolamento Consob e della Procedura Parti Correlate, in quanto il socio di maggioranza di SFS, ovvero BFG, è socio di maggioranza assoluta dell'Emittente, detenendo in via indiretta una partecipazione pari al 83,178 % del capitale sociale di Progetto Co-Val S.p.A. (“Progetto Co-Val”), che a sua volta detiene una partecipazione pari al 79,038 % del capitale sociale dell'Emittente.

L'Operazione 2 – avendo ad oggetto la deroga a talune disposizioni contenute nel Contratto e, pertanto, riferendosi all'Operazione definita nell'ambito del Documento Informativo, redatto ai sensi dell'articolo 5, comma 1, del Regolamento Parti Correlate, e qualificata come operazione di maggiore rilevanza – risulta essa stessa, a sua volta, sottoposta alla procedura applicabile alle “*operazioni correlate di maggiore rilevanza*”; per ulteriori dettagli relativi alla sua qualificazione si rimanda al paragrafo 2.5 che segue.

Si specifica, inoltre, che alla data odierna, non sussistono altri rapporti in essere tra l'Emittente e la parte correlata BFG.

L'Emittente ritiene di non essere esposta a particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni tra parti correlate, né rischi diversi da quelli tipicamente inerenti a operazioni di analoga natura.

2. INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1. Descrizione sintetica delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione

2.1.1 Descrizione della società oggetto dell'operazione

Riguardo a SFS si rimanda alla descrizione già contenuta nel medesimo paragrafo del Documento Informativo.

2.1.2 Modalità, termini e condizioni dell'operazione

A seguito di recenti interlocuzioni intervenute tra Mittel e BFG, si è prospettata l'opportunità per Mittel di addivenire ad un accordo con BFG volto a disciplinare le modalità di regolazione, anticipata, dell'Earn-Out.

Si rammenta, preliminarmente, che, in data 13 novembre 2019, il Comitato si esprimeva a favore dell'operazione di acquisizione della maggioranza del capitale sociale di SFS, per un esborso complessivo di Euro 15,3 milioni, oltre ad un eventuale importo da corrispondersi, a titolo di earn-out, in favore di BFG, così come infra meglio specificato. La menzionata operazione, in ragione del suo esborso complessivo, risultava qualificata quale operazione di maggiore rilevanza.

Più nel dettaglio il 15 novembre 2019, Mittel:

- (i) su Atto di Nomina di BFG, ai sensi dell'art. 1402 c.c., ha acquisito una quota, pari al 20% del capitale sociale di SFS, dall'allora socio di minoranza, Fremil International S.r.l. ("FI"), a un prezzo di Euro 2,5 milioni e una porzione, pari a 2/3, del credito FI per finanziamento soci al prezzo di Euro 900 mila, oltre interessi convenzionali al tasso del 3% anno; nonché contestualmente
- (ii) ha acquisito da BFG, previa sottoscrizione di un contratto preliminare di compravendita di quote (già definito il "Contratto"), una quota rappresentativa del 70% del capitale sociale di SFS (la "Quota") a un prezzo, convenuto tra le parti, di Euro 8,750 milioni (il "Prezzo") nonché il credito di BFG nei confronti di SFS per un finanziamento soci residuo del valore nominale di Euro 3,150 milioni, oltre interessi convenzionali al tasso del 3% anno.

Ai sensi del Contratto, Mittel e BFG hanno convenuto che qualora, entro il 5° (quinto) anniversario dalla data del *closing*, si verifichi un c.d. Evento di Exit (*i.e.* cessione da parte di Mittel ad un soggetto terzo di una quota pari ad almeno il 70% del capitale sociale di SFS) per effetto del quale Mittel, a fronte della cessione della Quota pari a nominali Euro 17.500 ad un terzo, percepisca un c.d. Corrispettivo Exit (*i.e.* importo monetario effettivamente incassato da Mittel a titolo di corrispettivo a fronte della cessione ad un soggetto terzo della Quota) superiore al Prezzo, allora in tal caso Mittel dovrà corrispondere a BFG un importo in denaro ("Earn-Out") pari alla differenza tra il Corrispettivo Exit e il Prezzo restando, in ogni caso, inteso che il predetto Earn-Out non potrà, per nessun motivo, eccedere l'importo massimo (il "Cap Earn-Out") determinato come segue:

$$[70\% \times (30.000.000 - \text{PFN Effettiva 2019})] - \text{Prezzo}$$

Ove la differenza tra il Corrispettivo Exit e il Prezzo risultasse superiore al Cap Earn-Out, l'Earn-Out da pagare corrisponderà al Cap Earn-Out. Alla data di sottoscrizione del Contratto, il Cap Earn-Out è stato provvisoriamente determinato in un ammontare di Euro 3,850 milioni sulla base di una PFN stimata al *closing* di Euro 12 milioni. Mittel e BFG si sono, inoltre, impegnate a verificare – successivamente alla data del *closing* – l'importo della PFN Effettiva 2019 in conformità alla procedura indicata nel Contratto.

Ai sensi del Contratto, Mittel e BFG hanno, altresì, convenuto che laddove, al ricorrere del 5° anniversario dalla data del *closing* non si sia verificato un Evento di Exit, Mittel dovrà corrispondere l'Earn-Out al suddetto 5° anniversario dalla data del *closing* – anche in questo caso ove dovuto e nei limiti del Cap Earn-Out – secondo la procedura specificamente disciplinata nel Contratto, basata, *inter alia*, su una valutazione

della Quota, rimessa, in prima battuta, a una determinazione di tale valore da parte di Mittel da notificare al venditore e, in seconda battuta - ovvero in caso di contestazione di detto valore da parte del venditore e di successivo fallimento del tentativo di composizione amichevole della controversia - alla determinazione di un esperto indipendente.

Il 25 maggio 2020, la PFN Effettiva 2019, verificata a consuntivo, secondo la procedura contrattualmente disciplinata, è stata comunicata da Mittel a BFG in Euro 9.348.390,00. Di talché l'importo del Cap Earn-Out, applicando la formula di calcolo sopra citata, ammonta a Euro 5.706.127,00. Non essendo pervenuta alcuna contestazione da parte di BFG, l'ammontare corrispondente alla PFN Effettiva 2019 nonché, conseguentemente, l'ammontare del Cap Earn-Out, così come determinati da Mittel, sono divenuti – in conformità con le disposizioni contenute nel Contratto – definitivi.

Mittel e BFG hanno successivamente convenuto di addivenire alla sottoscrizione di un Addendum al Contratto che vede Mittel corrispondere a BFG – in via anticipata e, pertanto, in deroga alle previsioni contenute nell'Articolo 3 del Contratto – un ammontare complessivo e omnicomprendente, a titolo di Earn-Out, convenzionalmente convenuto tra Mittel e BFG, e pari ad Euro 2.000.000,00 (due milioni/00).

L'Addendum è stato firmato tra le parti in data 16 febbraio 2023 e prevede, contestualmente alla sua sottoscrizione, il pagamento da parte di Mittel a BFG dell'importo convenuto, a titolo di Earn-Out, di Euro 2.000.000,00 (Euro 2 milioni).

Si precisa, altresì, che nel contesto dell'Operazione 2 non sono state rilasciate garanzie.

2.2. Parti correlate coinvolte nell'operazione, natura della correlazione e natura e portata degli interessi di tali parti nell'operazione

Parte correlata coinvolta nell'Operazione 2 è BFG, in qualità di titolare di una partecipazione del 100% del capitale sociale di Seconda Navigazione S.r.l., che a sua volta detiene l'83,178% del capitale sociale di Progetto Co-Val, che a sua volta detiene il 79,038 % del capitale sociale dell'Emittente.

Si precisa, per completezza, quanto segue: (i) Corporate Value - società il cui controllo è riferibile al Presidente del Consiglio di Amministrazione di SFS, nonché Presidente del Consiglio di Amministrazione e Comitato Esecutivo di Mittel, dr. Marco Giovanni Leonardo Colacicco - risulta socio di SFS titolare di una partecipazione del 5% del capitale sociale di quest'ultima; (ii) il dr. Michele Iori -Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione di Mittel nonché componente del Comitato Esecutivo della stessa - è Consigliere di Progetto Co-Val.

2.3. Motivazioni economiche e convenienza dell'operazione

Il management della Società ha valutato l'interesse al compimento dell'Operazione 2 sulla base dell'analisi delle previsioni contrattuali in materia di Earn-Out, delle evoluzioni intervenute in relazione a SFS a partire dalla data di acquisizione e delle ragionevoli prospettive di evoluzione della partecipata, sia in termini di prevedibile andamento futuro, sia di inquadramento all'interno delle strategie di sviluppo nel settore del Gruppo di appartenenza.

Il pagamento dell'Earn-Out è previsto, come già sopra descritto, nel caso in cui si verifichi un evento di Exit e, in assenza di un evento di Exit, al termine di cinque anni dal *closing* dell'operazione originaria, sulla base di una procedura di valutazione della quota del 70% oggetto di Earn-Out.

Le iniziative di sviluppo di SFS, avviate a partire dalla data di acquisizione, sono state svolte in un contesto macroeconomico che è stato bruscamente complicato e impattato, a partire dal 2020, dall'emergenza sanitaria legata al Covid-19, con inevitabili ripercussioni sulle *performance* economico-finanziarie della società e dei suoi clienti (*e.g.* chiusura punti vendita), che hanno portato nel periodo 2020-2021 ad uno slittamento temporale nel raggiungimento degli obiettivi industriali e di *performance* economico-finanziaria originariamente pianificati.

Il percorso di crescita pluriennale ripianificato dal *management* di SFS all'inizio del 2022, in occasione delle procedure annuali di pianificazione e controllo, ha trovato conferma nell'andamento registrato nella

situazione economico-patrimoniale pre-consuntiva relativa all'esercizio 2022, che ha evidenziato una netta ripresa, rispetto al 2021, sia in termini di fatturato, sia in termini di marginalità, consentendo di confermare, in sede di predisposizione di un primo esercizio di *budget* relativo all'esercizio 2023 ("Budget 2023"), la sostenibilità del percorso di crescita riavviato dopo la manifestazione degli effetti del difficile quadro macroeconomico nel corso del biennio 2020-2021.

Parallelamente il progetto del Gruppo Mittel nel settore di operatività di SFS si è ulteriormente rafforzato attraverso l'acquisizione, nel corso dell'esercizio 2021, del marchio Jeckerson, nell'ambito di una strategia di investimento orientata alla creazione e allo sviluppo di verticali di investimento e che punta a creare un polo di riferimento italiano nel settore dell'abbigliamento *urban/lifestyle* e *outdoor*.

I fattori sopra evidenziati hanno portato la Società a considerare non verosimile la manifestazione di un evento di Exit entro il termine di cinque anni dal *closing* dell'operazione originaria come pure non verosimile che al predetto termine l'Earn-Out non risulti dovuto ritenendo, conseguentemente, rilevante, per la valutazione dell'interesse al compimento dell'Operazione 2, il confronto tra il valore di esborso, pari a Euro 2.000.000,00 (Euro 2 milioni) – previsto nella prospettata corresponsione anticipata, in forza dell'Addendum, dell'Earn-Out – e quello che si registrerebbe, ad esito della prevista procedura di valutazione e nei limiti del Cap Earn-Out, alla fine del termine di cinque anni dal *closing* dell'operazione originaria (i.e. 15 novembre 2024).

L'Operazione 2 risulta di interesse per Mittel sia da un punto di vista strategico come pure in ragione della possibilità per Mittel di poter corrispondere – sebbene in via anticipata rispetto al quinto anniversario dalla data del *closing* – un importo, a titolo di Earn-Out, pari ad Euro 2 milioni, significativamente inferiore al valore massimo contrattualmente previsto quale Cap Earn Out (i.e. Euro 5,7 milioni).

La valutazione della convenienza dell'Operazione 2 per l'Emittente emerge dalla valutazione del corrispettivo pattuito tra le parti (oggetto di analisi dettagliata nel successivo paragrafo 2.4 del presente Terzo Supplemento) in funzione dei chiari elementi di interesse e di opportunità emersi, sotto il profilo strategico, economico e finanziario, dalle approfondite analisi svolte.

2.4. Modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazione circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

Il corrispettivo dell'Operazione 2 è stato oggetto di valutazione, da parte dell'Emittente, di adeguatezza da un punto di vista finanziario e di congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari.

Nello specifico, il management della Società ha effettuato un'analisi dei multipli Enterprise Value/EBITDA impliciti nel prezzo di acquisto del 70% di SFS, comprensivo del valore dell'Earn-Out nello scenario di perfezionamento dell'Operazione 2. Ai fini di tale analisi, la Società ha, prudentemente, concentrato le proprie valutazioni sulle grandezze (EBITDA e PFN) stimate nel Budget 2023, non considerando, le ulteriori crescite dei ricavi e dell'Ebitda, nonché gli impatti sul valore della società derivanti dall'ulteriore *deleverage* di SFS previsto per l'esercizio 2024, in base all'ultimo piano pluriennale approvato dal Consiglio di Amministrazione di SFS. Tali multipli impliciti, nello scenario di perfezionamento dell'Operazione 2, sono stati considerati estremamente convenienti se rapportati ai multipli di mercato di società quotate operanti nel medesimo settore di SFS (tenendo in adeguata considerazione anche i fattori di sconto normalmente applicati per società non quotate) e ai multipli rilevati in potenziali transazioni di mercato aventi ad oggetto società comparabili.

La convenienza del valore negoziale della passività per Earn-Out è stata, inoltre, valutata dalla Società effettuando analisi di *sensitivity* estremamente conservative sulle grandezze dell'esercizio 2023, tenendo in adeguata considerazione anche l'effetto *time value* implicito nell'esborso anticipato nello scenario di perfezionamento dell'Operazione 2.

In tale contesto, il Comitato ha conferito un apposito incarico a Deloitte¹. Si conferma, come già sottolineato

¹ Si ricorda che, nell'ambito del Documento Informativo, si è dato atto che Deloitte era stata incaricata di redigere un parere sulla congruità da un punto di vista finanziario del prezzo delle partecipazioni oggetto di trasferimento nell'ambito dell'operazione di acquisto della maggioranza del capitale sociale di SFS

nel Documento Informativo, che Deloitte non presenta relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con (i) l'Emittente, (ii) i soggetti che controllano l'Emittente, le società controllate dall'Emittente o soggette a comune controllo con quest'ultima, (iii) gli amministratori delle società di cui ai punti (i) e (ii) che possano comportare tematiche di indipendenza.

L'incarico conferito all'esperto indipendente ha avuto ad oggetto un parere non vincolante sulla congruità, da un punto di vista finanziario, del corrispettivo per la regolazione dell'Earn-Out, da corrispondere, in via anticipata rispetto a quanto previsto dal Contratto, e determinato tra le parti, in via convenzionale e omnicomprensiva, in Euro 2.000.000,00 (Euro 2 milioni).

Sulla base della documentazione esaminata da Deloitte e delle procedure effettuate dalla stessa, così come illustrate nella *Fairness Opinion* allegata, il corrispettivo pattuito tra le parti per la regolazione della componente differita Earn-Out, è stato ritenuto congruo.

La verifica di Deloitte è stata effettuata mediante la stima del valore di SFS attraverso l'applicazione di due metodologie di valutazione, ovvero il metodo finanziario ed il metodo dei multipli (quest'ultimo nelle configurazioni (i) del metodo dei multipli di Borsa e (ii) del metodo dei multipli transazionali) e considerando quanto previsto dal Contratto in merito alla determinazione dell'Earn-Out e del Cap Earn-Out.

Si rimanda alla *Fairness Opinion* rilasciata da Deloitte, in data 15 febbraio 2023, per maggiori dettagli circa l'applicazione dei metodi di valutazione adottati, le risultanze di ciascuno, la loro rilevanza e per una sintesi delle assunzioni, ipotesi, analisi e considerazioni valutative.

Come richiesto dall'art. 5 del Regolamento Parti Correlate, la *Fairness Opinion* di Deloitte e il parere espresso dal Comitato sono allegati al presente Terzo Supplemento. Tali documenti sono disponibili anche sul sito internet della Società (www.mittel.it/category/parti-correlate-documenti/).

2.5. Effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione

L'Operazione 2 comporta, da un punto di vista finanziario, un esborso – in via anticipata rispetto al quinto anniversario dalla data del *closing* – di Euro 2.000.000,00 (Euro 2 milioni), significativamente inferiore al valore massimo contrattualmente previsto quale Cap Earn Out (*i.e.* Euro 5,7 milioni). Pertanto, da un punto di vista economico, in considerazione della presenza, negli ultimi bilanci consolidati approvati dalla Società, di una passività per Earn-Out stimata nell'ipotesi di riconoscimento a BFG di un importo pari al Cap Earn-Out, l'Operazione 2 comporta la rilevazione di un componente reddituale positivo nel bilancio consolidato.

In ragione del suo valore economico, l'Operazione 2 non comporta, come accertato dal Responsabile della Procedura, il superamento delle soglie di cui all'art. 2.1 della Procedura, poiché l'esborso complessivo dell'Operazione 2, di Euro 2.000.000,00 (Euro 2 milioni), risulta inferiore alla soglia del 5% (0,863%) del rapporto tra il controvalore dell'Operazione 2 e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale consolidato pubblicato da Mittel, che, al 30 giugno 2022, ammontava a Euro 231,783 milioni.

Tuttavia, poiché l'Operazione 2 ha ad oggetto la deroga a talune disposizioni contenute nel Contratto e, pertanto, si riferisce all'Operazione definita nell'ambito del Documento Informativo, redatto ai sensi dell'articolo 5, comma 1, del Regolamento Parti Correlate, e qualificata come operazione di maggiore rilevanza, l'Operazione 2, a sua volta, è stata sottoposta alla procedura applicabile alle “operazioni correlate di maggiore rilevanza”. Di talché, l'Operazione 2 poteva essere posta in essere soltanto previo rilascio, da parte del Comitato, di un **parere favorevole vincolante** sull'interesse della Società al suo compimento nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Alla luce di quanto sopra, e dell'intervenuta approvazione dell'Operazione 2 da parte del Consiglio di Amministrazione di Mittel in data 15 febbraio 2023, con il parere favorevole vincolante del Comitato Parti Correlate, la Società ha così predisposto il presente Terzo Supplemento al Documento Informativo.

Si segnala, altresì, che l'Operazione 2 non supera i parametri di significatività determinati dalla Consob ai sensi degli articoli 70 e 71 del Regolamento Consob.

2.6. Incidenza dell'operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Mittel e/o di società da questa controllate

Non sono previste variazioni nei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Mittel e delle società da questa controllate in conseguenza dell'Operazione 2.

2.7. Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Mittel coinvolti nell'operazione

Nell'Operazione 2 non sono coinvolti quali parti correlate componenti del Consiglio di Amministrazione, del Collegio sindacale o dirigenti dell'Emittente.

2.8. Iter di approvazione dell'operazione

In data 20 gennaio 2023, il Responsabile della Procedura informava, preventivamente, il Comitato della richiesta di un suo possibile intervento in relazione alla già sopra descritta Operazione 2; il Responsabile della Procedura proseguiva a mantenere il Comitato informato sull'evoluzione della possibile operazione; inoltre, nel prosieguo dell'istruttoria, il Comitato ha potuto svolgere le proprie valutazioni concentrandosi: (i) sulla documentazione acquisita dal Comitato messa a disposizione da parte del Responsabile della Procedura, tra cui, *inter alia*, un profilo descrittivo della possibile operazione redatto dalla Società e contenente le valutazioni effettuate dal management di Mittel per valutare la convenienza economica della potenziale operazione; bozza dell'Addendum; dati economico-patrimoniali pre-consuntivi al 31 dicembre 2022 e primo esercizio di budget 2023 relativi a SFS nonché bilancio di SFS al 31 dicembre 2021 e ultimo business plan approvato dall'organo amministrativo di SFS in data 26 aprile 2022; (ii) sugli approfondimenti svolti nell'ambito dell'istruttoria avviata e delle riunioni tenutesi con il management della Società e con i professionisti di Deloitte e (iii) sulle risultanze del lavoro svolto da Deloitte.

Deloitte, nell'ambito dell'incarico conferitole dal Comitato, ha svolto per quest'ultimo un ruolo di supporto di natura tecnica; le risultanze del lavoro di Deloitte, esposte in una *fairness opinion*, hanno avuto, infatti, la finalità di assistere il Comitato nella valutazione della congruità da un punto di vista finanziario del valore dell'Earn-Out oggetto dell'Operazione 2.

Il Comitato Parti Correlate - composto dall'avv. Patrizia Galvagni, Presidente del Comitato, dal prof. Riccardo Perrotta e dal dr. Gabriele Albertini, tutti amministratori indipendenti e non correlati rispetto all'Operazione 2 - all'esito della propria istruttoria, ha così espresso, in data 15 febbraio 2023, nel Consiglio di Amministrazione tenutosi in pari data, all'unanimità, il proprio parere favorevole vincolante al compimento dell'Operazione 2. Tale parere è allegato al presente Terzo Supplemento.

Tenuto conto del parere favorevole del Comitato, il Consiglio di Amministrazione di Mittel, all'unanimità, ha, a sua volta, approvato l'Operazione 2.

2.9 Se la rilevanza dell'operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni

La fattispecie descritta non è applicabile all'Operazione 2.

3. Documenti a disposizione del pubblico

Il presente Terzo Supplemento e i relativi allegati sono messi a disposizione del pubblico presso la sede legale di Mittel in Milano, Via Borromei 5, nonché sul sito internet dell'Emittente all'indirizzo www.mittel.it.

ALLEGATI

- Parere del Comitato Parti Correlate (allegato A)
- *Fairness Opinion* Deloitte (allegato B)

COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE DI MITTEL S.p.A.

Parere del 15 Febbraio 2023

1. PREMESSA

Il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate (il “Comitato”) di Mittel S.p.A. (“Mittel” o la “Società” o “l’Emittente”), istituito ai sensi dell’art. 5.2 della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate, approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 23 novembre 2010 e successive modifiche.

2. DESCRIZIONE DELL’OPERAZIONE NEL SUO COMPLESSO

L’ipotesi di operazione sottoposta all’esame di questo Comitato concerne l’opportunità per Mittel di addivenire ad un accordo con Blue Fashion Group S.p.A. (“BFG”) volto a disciplinare le modalità di regolazione dell’Earn-Out (come di seguito definito).

Si rammenta, preliminarmente, che in data 13 novembre 2019 codesto Comitato si esprimeva a favore dell’operazione di acquisizione della maggioranza del capitale sociale di una società operante nel settore dell’abbigliamento, denominata Sport Fashion Service S.r.l. (di seguito per brevità “SFS”), per un esborso complessivo di Euro 15,3 milioni oltre ad un eventuale importo da corrispondersi, a titolo di *earn-out*, in favore di BFG, così come *infra* meglio specificato. La menzionata operazione, in ragione del suo esborso complessivo, risultava qualificata quale operazione di maggiore rilevanza.

Più nel dettaglio il 15 novembre 2019 Mittel:

- (i) su Atto di Nomina di BFG, ai sensi dell’art. 1402 c.c., ha acquisito una quota, pari al 20% del capitale sociale di SFS, dall’allora socio di minoranza, Fremil International S.r.l. (“FI”), a un prezzo di Euro 2,5 milioni e una porzione, pari a 2/3, del credito FI per finanziamento soci al prezzo di Euro 900 mila, oltre interessi convenzionali al tasso del 3% anno; nonché contestualmente
- (ii) ha acquisito da BFG, previa sottoscrizione di un contratto preliminare di compravendita di quote (il “Contratto”), una quota rappresentativa del 70% del capitale sociale di SFS (la “Quota”) a un prezzo, convenuto tra le parti, di Euro 8,750 milioni (il “Prezzo”) nonché il credito di BFG nei confronti di SFS per un finanziamento soci residuo del valore nominale di Euro 3,150 milioni, oltre interessi convenzionali al tasso del 3% anno.

Ai sensi del Contratto, Mittel e BFG hanno convenuto che qualora, entro il 5° (quinto) anniversario dalla data del *closing*, si verifichi un c.d. Evento di Exit (*i.e.* cessione da parte di Mittel ad un soggetto terzo di una quota pari ad almeno il 70% del capitale sociale di SFS) per effetto del quale Mittel a fronte della cessione della Quota pari a nominali Euro 17.500 – ad un terzo, percepisca un c.d. Corrispettivo Exit (*i.e.* importo monetario effettivamente incassato da Mittel a titolo di corrispettivo a fronte della cessione ad un soggetto terzo della Quota) superiore al Prezzo, allora in tal caso Mittel dovrà corrispondere a BFG un importo in denaro (“Earn-Out”) pari alla differenza tra il Corrispettivo Exit e il Prezzo restando, in ogni caso, inteso che il predetto Earn-Out non potrà per nessun motivo eccedere l’importo massimo (il “Cap Earn-Out”) determinato come segue:

$$[70\% \times (30.000.000 - \text{PFN Effettiva 2019})] - \text{Prezzo}$$

Ove la differenza tra il Corrispettivo Exit e il Prezzo risultasse superiore al Cap Earn-Out, l’Earn-Out da pagare corrisponderà al Cap Earn-Out. Alla data di sottoscrizione del Contratto, il Cap Earn-Out è stato provvisoriamente determinato in un ammontare di Euro 3,850 milioni sulla base di una PFN stimata al *closing* di Euro 12 milioni. Mittel e BFG si sono, inoltre, impegnate a verificare – successivamente alla data del *closing* – l’importo della PFN Effettiva 2019 in conformità alla procedura indicata nel Contratto.

Ai sensi del Contratto, Mittel e BFG hanno, altresì, convenuto che laddove, al ricorrere del 5° anniversario dalla data del *closing* non si sia verificato un Evento di Exit, Mittel dovrà corrispondere l’Earn-Out al suddetto 5° anniversario dalla data del *closing* – anche in questo caso ove dovuto e nei limiti del Cap Earn-Out – secondo la procedura specificamente disciplinata nel Contratto, basata, *inter alia*, su una valutazione della Quota, rimessa, in prima battuta, a una determinazione di tale valore da parte di Mittel da notificare al venditore e, in seconda battuta - ovvero in caso di contestazione di detto valore da parte del venditore e di successivo fallimento del tentativo di composizione amichevole della controversia - alla determinazione di un esperto indipendente.

Il 25 maggio 2020 la PFN Effettiva 2019, verificata a consuntivo, secondo la procedura contrattualmente disciplinata, è stata comunicata da Mittel a BFG in Euro 9.348.390. Non essendo pervenuta alcuna contestazione da parte di BFG, l'ammontare corrispondente alla PFN Effettiva 2019 nonché, conseguentemente, l'ammontare del Cap Earn-Out, così come determinati da Mittel, sono divenuti – in conformità con le disposizioni contenute nel Contratto – definitivi.

Ad esito della sopra menzionata operazione, il capitale sociale di SFS è così composto:

- Mittel detiene una quota di Euro 22.500 rappresentativa del 90% del capitale sociale di SFS;
- Blue Fashion Group S.p.A. detiene una quota di Euro 1.250 rappresentativa del 5% del capitale sociale di SFS;
- Corporate Value S.p.A.¹ ("Corporate Value") detiene una quota di Euro 1.250 rappresentativa del 5% del capitale sociale di SFS.

Tutte le quote risultano gravate da un pegno, per il quale il creditore pignoratizio ha dichiarato cessato il vincolo di garanzia.

A seguito delle recenti interlocuzioni intervenute tra Mittel e BFG si è prospettata l'opportunità per Mittel di addivenire alla sottoscrizione di un *addendum* al Contratto (l'"Addendum") che vedrebbe Mittel corrispondere a BFG – in via anticipata e, pertanto, in deroga alle previsioni contenute nel Contratto – un ammontare complessivo e omnicomprendivo, a titolo di Earn-Out, convenzionalmente convenuto tra Mittel e BFG, pari ad Euro 2.000.000,00 (due milioni/00), da corrispondersi contestualmente alla sottoscrizione del predetto Addendum.

Tutto quanto sopra di seguito definito l'"Operazione".

3. PRESUPPOSTI E RAGIONI DELL'INTERVENTO DEL COMITATO

L'intervento del Comitato è stato richiesto dal Responsabile della Procedura, dr. Pietro Santicoli, in quanto l'Operazione in analisi è qualificabile come operazione con Parti Correlate, ai sensi della Procedura, essendo controparte di Mittel nell'Operazione - BFG - azionista di riferimento di Progetto Co-Val S.p.A. ("Progetto Co-Val") che, a sua volta, controlla l'Emittente.

Proseguendo con la catena partecipativa, si precisa che BFG - società riferibile alla famiglia Stocchi² - controlla il 100% del capitale sociale di Seconda Navigazione S.r.l., che, a sua volta, controlla Progetto Co-Val per il tramite di una partecipazione pari al 83,178% del suo capitale sociale, la quale ultima controlla Mittel con una partecipazione pari al 79,038%.

Inoltre, si precisa per completezza che nel capitale sociale di SFS, figura quale socio di minoranza (con una quota del 5%) Corporate Value, società il cui controllo è riferibile al Presidente del Consiglio di Amministrazione di SFS, nonché Presidente del Consiglio di Amministrazione e Comitato Esecutivo di Mittel, dr. Marco Giovanni Leonardo Colacicco, come si evince dal censimento semestrale (al 30 giugno 2022) redatto dai soggetti correlati di Mittel, di cui il Comitato ha potuto, nelle sue analisi, prendere visione.

Infine, si rammenta che il dr. Michele Iori - Vice Presidente del Consiglio di Amministrazione di Mittel nonché componente del Comitato Esecutivo della stessa - riveste anche il ruolo di Consigliere di Progetto Co-Val.

In ragione del suo valore economico, l'Operazione non comporta, come accertato dal Responsabile della Procedura, il superamento delle soglie di cui all'art. 2.1 della Procedura, poiché l'esborso complessivo dell'Operazione, di Euro 2 milioni, risulta inferiore alla soglia del 5% (0,863%) del rapporto tra il controvalore dell'Operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale consolidato pubblicato da Mittel - che, al 30 giugno 2022, ammontava a Euro 231,783 milioni.

Tuttavia, poiché l'Operazione ha ad oggetto la deroga a talune disposizioni contenute nel Contratto e, pertanto, si riferisce a una operazione che, in ragione del suo originario controvalore, era stata qualificata come operazione di maggiore rilevanza, il Responsabile della Procedura ha, a sua volta, ritenuto di sottoporre la presente Operazione alla procedura applicabile alle "*operazioni correlate di maggiore rilevanza*". Di talché, l'Operazione potrà essere posta in essere soltanto previo rilascio, da parte del Comitato, di un **parere favorevole vincolante** sull'interesse della Società al suo compimento nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

¹ Socio di minoranza in possesso di una quota pari al 5% del capitale sociale di SFS a decorrere dal 29 ottobre 2019

² La nuda proprietà di BFG appartiene ai tre figli Francesca, Lucia e Davide Stocchi che detengono, rispettivamente, n. 10.480.000 azioni rappresentative del 33,3% del capitale sociale; i coniugi sig. Franco Stocchi e Anna Buratti hanno l'usufrutto, rispettivamente, su n. 15.720.000 azioni, rappresentative del 50% del capitale sociale

4. LA FASE ISTRUTTORIA

In data 20 gennaio 2023, il Responsabile della Procedura informava, preventivamente, il Comitato della possibile futura richiesta di un suo intervento, trattandosi, appunto, di una Operazione con Parte Correlata; il Responsabile della Procedura proseguiva, per le vie brevi, a mantenere il Comitato informato sull'evoluzione della possibile Operazione; inoltre, nel prosieguo dell'istruttoria, il Comitato ha potuto prendere atto degli esiti delle verifiche effettuate da Deloitte & Touche S.p.A. ("Deloitte") incaricato dal Comitato di redigere un parere (non vincolante) in merito alla determinazione del valore dell'Earn-Out oggetto dell'Addendum. Le risultanze del lavoro di Deloitte, esposte in una *fairness opinion*, presentano la finalità di verificare la correttezza sostanziale e procedurale dei metodi adottati. Deloitte, nell'ambito dell'incarico conferito, ha pertanto svolto un ruolo di supporto di natura tecnica a favore del Comitato.

Durante la fase istruttoria, il Comitato ha interloquito, *inter alios*, con il Presidente del Consiglio di Amministrazione di Mittel, con la Divisione Investimenti di Mittel, con il Responsabile della Procedura e con i professionisti di Deloitte, ed ha potuto esaminare la seguente documentazione:

- (i) profilo descrittivo dell'Operazione redatto dalla Società contenente, *inter alia*, le valutazioni effettuate dal *management* di Mittel per valutare la convenienza economica della potenziale Operazione;
- (ii) bozza dell'Addendum;
- (iii) dati economico-patrimoniali pre-consuntivi al 31 dicembre 2022 e primo esercizio di *budget* 2023 relativo alla società SFS nonché bilancio di SFS al 31 dicembre 2021 e ultimo *business plan* approvato dall'organo amministrativo di SFS;
- (iv) *fairness opinion* di Deloitte.

5. ANALISI E VALUTAZIONI

Lo scopo dell'analisi del Comitato ai fini del proprio parere sull'Operazione è quello di valutare l'interesse di Mittel al suo compimento e la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

Tale valutazione si è concentrata: (i) sulla documentazione acquisita dal Comitato messa a disposizione da parte del Responsabile della Procedura, (ii) sugli approfondimenti svolti nell'ambito dell'istruttoria avviata e delle riunioni tenutesi con il *management* della Società e con i professionisti di Deloitte, e (iii) sulle risultanze del lavoro svolto da Deloitte.

All'esito di tali valutazioni questo Comitato esprime un parere complessivo che in nessun caso può essere assimilato a un atto gestorio; la valutazione e la decisione finale sul compimento e sui contenuti dell'Operazione, una volta valutati i rispettivi *pro e contra*, resta di competenza esclusiva del Consiglio di Amministrazione, ferma la vincolatività per l'organo gestorio di un eventuale parere negativo, trattandosi di operazione sottoposta alla disciplina di una Operazione di Maggiore Rilevanza.

Premesso tutto ciò, il Comitato esprime le seguenti considerazioni.

I. *Sull'interesse della Società al compimento dell'Operazione*

Il *management* della Società ha valutato l'interesse al compimento dell'Operazione sulla base dell'analisi delle previsioni contrattuali in materia di Earn-Out, delle evoluzioni intervenute in relazione a SFS a partire dalla data di acquisizione e delle ragionevoli prospettive di evoluzione della partecipata, sia in termini di prevedibile andamento futuro, sia di inquadramento all'interno delle strategie di sviluppo nel settore del Gruppo di appartenenza.

Il pagamento dell'Earn-Out è previsto, come ampiamente evidenziato nel presente documento, nel caso in cui si verifici un evento di Exit e, in assenza di un evento di Exit al termine di cinque anni dal *closing* dell'operazione originaria, sulla base di una procedura di valutazione della quota del 70% oggetto di Earn-Out.

Le iniziative di sviluppo di SFS avviate a partire dalla data di acquisizione sono state svolte in un contesto macroeconomico che è stato bruscamente complicato e impattato, a partire dal 2020, dall'emergenza sanitaria legata al Covid-19, con inevitabili ripercussioni sulle *performance* economico-finanziarie della società e dei suoi clienti (*e.g.* chiusura punti vendita), che hanno portato nel periodo 2020-2021 ad uno slittamento temporale nel raggiungimento degli obiettivi industriali e di *performance* economico-finanziaria originariamente pianificati.

Il percorso di crescita pluriennale ripianificato dal *management* di SFS all'inizio del 2022, in occasione delle procedure annuali di pianificazione e controllo, ha trovato conferma nell'andamento registrato nella situazione economico-patrimoniale pre-consuntiva relativa all'esercizio 2022, che ha evidenziato una netta ripresa rispetto al 2021 sia in termini di fatturato, sia in termini di marginalità, consentendo di confermare, in sede di predisposizione di

un primo esercizio di *budget* relativo all'esercizio 2023 ("Budget 2023"), la sostenibilità del percorso di crescita riavviato dopo la manifestazione degli effetti del difficile quadro macroeconomico nel corso del biennio 2020-2021.

Parallelamente il progetto del Gruppo Mittel nel settore di operatività di SFS si è ulteriormente rafforzato attraverso l'acquisizione nel corso dell'esercizio 2021 del marchio Jeckerson, nell'ambito di una strategia di investimento orientata alla creazione e allo sviluppo di verticali di investimento e che punta a creare un polo di riferimento italiano nel settore dell'abbigliamento *urban/lifestyle e outdoor*.

I fattori sopra evidenziati hanno portato la Società a considerare non verosimile la manifestazione di un evento di Exit entro il termine di cinque anni dal *closing* dell'operazione originaria come pure non verosimile che al predetto termine l'Earn-Out non risulti dovuto ritenendo, conseguentemente, rilevante, per la valutazione dell'interesse al compimento dell'Operazione, il confronto tra il valore di esborso, pari a Euro 2,0 milioni – implicito nella prospettata corresponsione anticipata, in forza dell'Addendum, dell'Earn-Out – e quello che si registrerebbe, ad esito della prevista procedura di valutazione e nei limiti del Cap Earn-Out, alla fine del termine di cinque anni dal *closing* dell'operazione originaria (*i.e.* 15 novembre 2024).

Pertanto il Comitato, in considerazione anche della solidità finanziaria del Gruppo Mittel, ha potuto valutare la presenza di un oggettivo interesse da parte della Società al compimento della prospettata Operazione che porterebbe la Società a corrispondere – sebbene in via anticipata rispetto al quinto anniversario dalla data del *closing* – un importo, a titolo di Earn-Out (pari ad Euro 2 milioni), significativamente inferiore al valore massimo contrattualmente previsto (*i.e.* Euro 5,7 milioni). Si precisa, peraltro, che, in sede di prima rilevazione contabile e nelle successive relazioni finanziarie consolidate del Gruppo Mittel, tale valore massimo era stato considerato rappresentativo del *fair value* della correlata passività iscritta.

II. Sulla convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione

Per quanto concerne le condizioni economiche dell'Operazione, il Comitato ha: (i) ripercorso le valutazioni effettuate dal *management* della Società per accertare la convenienza economica del valore negoziale dell'Earn-Out contenuto nell'Addendum, di Euro 2,0 milioni, rispetto al valore della passività per Earn-Out che verrebbe determinato – in conformità alle originarie disposizioni contenute nel Contratto – alla data del 15 novembre 2024 in funzione del prevedibile valore della Quota alla medesima data; (ii) conferito alla società Deloitte un incarico per la redazione di un parere non vincolante in merito alla determinazione del valore dell'Earn-Out oggetto dell'Operazione.

Con riferimento al punto *sub* (i), il *management* della Società ha, prudentemente, concentrato le proprie valutazioni sulle grandezze stimate nel Budget 2023 di SFS, non considerando, quindi, le ulteriori crescite dei ricavi e dell'EBITDA, nonché gli impatti sul valore della società derivanti dall'ulteriore *deleverage* di SFS previsto per l'esercizio 2024, in base all'ultimo piano pluriennale approvato dal Consiglio di Amministrazione di SFS.

Come evidenziato nella seguente tabella, il *management* della Società ha rilevato che, tenuto conto del Prezzo di Euro 8,75 milioni corrisposto nel 2019, il valore del 70% dell'equity implicito nel Cap Earn-Out risulta pari a Euro 14,5 milioni. A tale valore corrisponderebbe, pertanto, un valore del 100% dell'Equity pari a Euro 20,6 milioni e, in considerazione della PFN di Euro 3,4 milioni desumibile dal Budget 2023, un Enterprise Value di Euro 24,0 milioni. Tenuto conto che il Budget 2023 prevede un Ebitda di Euro 3,8 milioni, il multiplo EV/EBITDA implicito risulterebbe pari a 6,3x.

Multiplo implicito in Cap Earn-Out	Valori (Euro mln)
Cap Earn-Out	5,7
Prezzo acquisto iniziale 70%	8,8
Equity value (70%) implicito	14,5
Equity value (100%) implicito	20,6
PFN Budget 2023	3,4
Enterprise Value	24,0
EBITDA Budget 2023	3,8
Multiplo EV/EBITDA implicito	6,3

Analogamente, come si evince dalla tabella che segue, il multiplo EV/EBITDA implicito nel valore negoziale della passività per Earn-Out risulterebbe pari a 4,9x.

Multiplo implicito in Earn-Out Accordo	Valori (Euro mln)
Earn-Out Accordo	2,0
Prezzo acquisto iniziale 70%	8,8
Equity value (70%) implicito	10,8
Equity value (100%) implicito	15,4
PFN Budget 2023	3,4
Enterprise Value	18,8
EBITDA Budget 2023	3,8
Multiplo EV/EBITDA implicito	4,9

Tale ultimo valore è stato considerato dal *management* della Società estremamente conveniente se rapportato ai multipli di mercato di società quotate operanti nel medesimo settore di SFS (tenendo in adeguata considerazione anche i fattori di sconto normalmente applicati per società non quotate) e ai multipli rilevati in potenziali transazioni di mercato aventi ad oggetto società comparabili.

La convenienza del valore negoziale della passività per Earn-Out è stata, inoltre, valutata dalla Società effettuando analisi di *sensitivity* estremamente conservative sulle grandezze dell'esercizio 2023, tenendo in adeguata considerazione anche l'effetto *time value* implicito nell'esborso anticipato nello scenario di perfezionamento dell'Operazione.

Con riguardo al punto *sub* (ii), il Comitato ha analizzato le risultanze degli esercizi valutativi effettuati da Deloitte (per i cui dettagli, si rimanda alla allegata *fairness opinion*), che sono state oggetto di anticipazione e discussione in apposite sessioni precedenti alla redazione del presente parere.

In considerazione dell'oggetto dell'incarico conferito, Deloitte ha utilizzato le seguenti quattro metodologie di stima:

- Multipli di mercato applicati all'EBITDA da Budget 2023: Equity Value pari a Euro 21,3 milioni, cui corrisponderebbe un Earn-Out pari a Euro 6,1 milioni (Euro 5,7 milioni in funzione del Cap contrattuale);
- Multipli di mercato applicati all'EBITDA preconsuntivo 2022: Equity Value pari a Euro 15,0 milioni, cui corrisponderebbe un Earn-Out pari a Euro 1,8 milioni;
- Multipli di transazionali applicati all'EBITDA preconsuntivo 2022: Equity Value pari a Euro 17,7 milioni, cui corrisponderebbe un Earn-Out pari a Euro 3,6 milioni;
- DCF con orizzonte esplicito dei flussi limitato al periodo 2023-2025: Equity Value pari a Euro 20,8, cui corrisponderebbe un Earn-Out pari a Euro 5,8 milioni (Euro 5,7 milioni in funzione del Cap contrattuale).

Euro/000	Multipli di mercato 2022	Multipli di mercato 2023	Multipli transazionali	DCF
Ebitda 2022	2.543	3.028	2.543	
Multiplo	10,9x	9,4x	10,0x	
Enterprise Value	27.719	36.003	25.351	28.420
PFN 2022 BDG	(7.666)	(7.666)	(7.666)	(7.666)
Equity Value	20.052	28.336	17.685	20.754
% di sconto	25%	25%		
Equity Value	15.039	21.252	17.685	20.754

Si rileva che il valore medio del 100% dell'Equity di SFS per le quattro valutazioni effettuate risulta pari a Euro 18,7 milioni, cui corrisponderebbe un Earn-Out pari a Euro 4,3 milioni e che il valore minimo risulta pari a Euro 15,0 milioni, cui corrisponderebbe un Earn-Out pari a Euro 1,8 milioni (valore sostanzialmente allineato al valore negoziale di Euro 2,0 milioni). Si sottolinea, peraltro, che l'Earn-Out corrispondente al valore minimo trae origine da una valutazione di SFS basata su grandezze economico-patrimoniali relative alla pre-chiusura dell'esercizio 2022, senza considerare prudenzialmente scenari di crescita e di *deleverage* per il periodo 31 dicembre 2022-15 novembre 2024.

Pertanto, alla luce di tutte quante le sopra svolte considerazioni e degli esiti positivi delle analisi condotte dal Comitato, quest'ultimo ha valutato la convenienza economica dell'Operazione; inoltre, il Comitato ha valutato anche la correttezza sostanziale delle sue condizioni.

6. Conclusioni

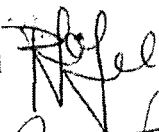
In esito all'esame condotto, il Comitato ritiene sussistente l'interesse della Società al compimento dell'Operazione, per le ragioni già sopra ampiamente illustrate al paragrafo 5.I, che precede.

Sotto il profilo della convenienza delle sue condizioni, ribadito che il giudizio di merito sull'Operazione è affidato al Consiglio di Amministrazione, la valutazione sia dei termini economici sia della correttezza delle condizioni dell'Operazione non fa emergere particolari criticità. Quanto ai termini economici, infatti, la determinazione dell'Earn-Out di cui all'Addendum risulta adeguatamente suffragata dagli esiti delle valutazioni effettuate da Deloitte; inoltre, l'analisi *pro/contra* ha portato a conclusioni favorevoli per la Società. Relativamente alla correttezza delle condizioni dell'Operazione, il Comitato ha potuto constatare che l'Operazione prevede termini e condizioni che non determinano la concessione di particolari benefici a favore della parte correlata.

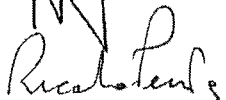
Alla luce di quanto precede, il Comitato esprime il proprio parere favorevole vincolante al compimento dell'Operazione.

Milano, 15 Febbraio 2023

Avv. Patrizia Galvagni



Prof. Riccardo Perotta



Dr. Gabriele Albertini



**PARERE NON VINCOLANTE SULLA CONVENIENZA DEL RICONOSCIMENTO
DEL CORRISPETTIVO DIFFERITO A TITOLO DI EARN-OUT PREVISTO DALL'ADDENDUM
AL CONTRATTO DI COMPRAVENDITA DELLE AZIONI DI SPORT FASHION SERVICE S.R.L.**

Alla c.a. del Comitato Parti Correlate di
Mittel S.p.A.

1. MOTIVO ED OGGETTO DELL'INCARICO

Deloitte & Touche S.p.A. (di seguito "**Deloitte**") ha ricevuto dal Comitato Parti Correlate di Mittel S.p.A. (di seguito "**CPC**") l'incarico di redigere il presente parere non vincolante (di seguito anche il "**Parere**" o la "**Relazione**") con riferimento all'operazione oggetto dell'*addendum* al contratto sottoscritto da Blue Fashion Group S.p.A. ("**BFG**") e Mittel S.p.A. (di seguito "**Mittel**") in data 15 novembre 2019 (il "**Contratto**") avente ad oggetto la compravendita del 70% del capitale sociale di Sport Fashion Service S.r.l. (di seguito la "**Società**" o "**SFS**"), che prevede il riconoscimento a BFG da parte di Mittel del corrispettivo differito a titolo di *earn-out* determinato d'intesa tra le parti e in via anticipata, in deroga alle disposizioni del Contratto (di seguito anche l'"**Addendum**").

L'*Addendum*, il cui perfezionamento è atteso entro il 16 febbraio 2023, prevede, contestualmente alla sottoscrizione dello stesso, il pagamento a BFG da parte di Mittel del prezzo differito a titolo di *earn-out* previsto dal Contratto quantificato in un ammontare complessivo e omnicomprensivo, convenzionalmente convenuto tra le Parti, pari ad Euro 2 milioni. L'*earn-out* verrebbe riconosciuto in via anticipata rispetto a quanto previsto dal Contratto.

Come definito dal Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 così come successivamente modificato e integrato (di seguito anche il "**Regolamento Consob**") e dalla Procedura per le operazioni con Parti Correlate di Mittel S.p.A. (di seguito anche la "**Procedura**"), l'operazione oggetto dell'*Addendum* si configura come operazione tra parti correlate in quanto Blue Fashion Group S.p.A. risulta essere la controllante di Seconda Navigazione S.r.l. – di cui detiene il 100% del capitale sociale - la quale a sua volta detiene l'83,178% del capitale sociale di Progetto Co-Val S.p.A., soggetto controllante di Mittel essendo titolare di una partecipazione pari al 79,038% del capitale sociale di quest'ultima. Inoltre, l'*Addendum* – sebbene il suo valore economico, pari a Euro 2 milioni, non comporti il superamento delle soglie di rilevanza previste dalla Procedura per le Operazioni con Parti Correlate di Mittel - si configura come operazione con parti correlate di maggiore rilevanza in quanto ha ad oggetto la deroga di talune disposizioni di cui al contratto di compravendita dell'operazione di acquisizione del 70% di SFS, che costituiva operazione con parti correlate di maggiore rilevanza, ai sensi del Regolamento Consob 17221 del 12 marzo 2010 e dell'art. 2.1 della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate adottata da Mittel.

Il Comitato, al fine di esprimere il proprio parere sull'interesse di Mittel al compimento dell'*Addendum* nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni, ha incaricato Deloitte di esprimere un parere sulla congruità da un punto di vista finanziario della componente di prezzo differita a titolo di *earn-out* così come definita e quantificata dall'*Addendum*.

2. SINTESI DELL'OPERAZIONE

In data 15 novembre 2019 è stato sottoscritto il contratto di compravendita tra BFG e Mittel per l'acquisto da parte di quest'ultima, del 70% del capitale sociale di SFS.

In conseguenza di tale operazione, Mittel ha acquisito:

- una quota, pari al 70% del capitale sociale di SFS, direttamente da BFG, a un prezzo convenuto tra le parti di Euro 8,75 milioni, in aggiunta a una componente di prezzo differita ("**Earn-Out**"); nonché contestualmente
- su Atto di Nomina di Blue Fashion Group S.p.A., ai sensi dell'art. 1402 c.c., una quota pari al 20% del capitale sociale di SFS dal socio di minoranza Fremil International S.r.l. a un prezzo di Euro 2,5 milioni.

In particolare, le clausole per la determinazione dell'Earn-Out prevedono che, qualora, entro il 5° (quinto) anniversario dal closing dell'operazione, si dovesse verificare un'uscita dall'investimento per effetto della quale Mittel, a fronte della cessione a un terzo della quota del 70% del capitale sociale di SFS, dovesse percepire un corrispettivo ("**Corrispettivo exit**") superiore al prezzo pagato (pari come sopra riportato a Euro 8,75 milioni, di seguito "**Prezzo 70%**"), Mittel dovrà corrispondere a Blue Fashion Group S.p.A. un importo in denaro pari alla differenza tra il Corrispettivo exit e il Prezzo 70%, restando in ogni caso inteso che l'Earn-Out non potrà, per nessun motivo, eccedere, l'importo massimo ("**Cap Earn-Out**") determinato come segue:

$$[70\% \times (30.000.000 - PFN \text{ Effettiva } 2019)] - \text{Prezzo } 70\%$$

Conseguentemente, ove tale differenza risultasse superiore al Cap Earn-Out, l'Earn-Out da pagare corrisponderebbe al Cap Earn-Out. Tale importo massimo è stato determinato in un valore pari a circa Euro 5,70 milioni, sulla base della posizione finanziaria netta di SFS risultante dal bilancio approvato al 31 dicembre 2019, normalizzata secondo i criteri contenuti in un apposito allegato al Contratto, pari a circa Euro 9,35 milioni. In particolare, gli aggiustamenti applicati alla posizione finanziaria netta contabile – così come analiticamente descritti nel precitato allegato al Contratto – hanno compreso, inter alia, quanto segue:

- i) una "normalizzazione del capitale circolante netto per destagionalizzazione";
- ii) ulteriori aggiustamenti i quali prevedono che talune poste debitorie (e.g. TFR, Fondo Indennità Suppletiva Clientela, posizioni debitorie scadute o rateizzate nei confronti di terzi, eventuali pagamenti posticipati effettuati a cavallo di fine esercizio al fine di posticiparne il pagamento all'esercizio successivo, finanziamenti soci e interessi maturati e non pagati a fine esercizio) vengano assimilate a debiti finanziari e, pertanto, computate nella posizione finanziaria netta di fine esercizio.

Ove, invece, non si verificasse l'ipotesi sopra descritta, e pertanto non si procedesse a una cessione dell'investimento nel termine di 5 (cinque) anni dalla conclusione dell'operazione, Mittel sarà tenuta al suddetto anniversario a corrispondere a BFG l'Earn-Out, sempre ove dovuto e nei limiti del Cap Earn-Out. In particolare, è prevista a tali fini l'attivazione di una procedura di valutazione della quota del 70%, rimessa, in prima battuta, a una determinazione di tale valore da parte di Mittel da notificare al venditore BFG e, in seconda battuta - ovvero in caso di contestazione di detto valore da parte del

venditore e di successivo fallimento del tentativo di composizione amichevole della controversia - alla determinazione di un esperto indipendente.

A seguito delle recenti interlocuzioni intervenute tra Mittel e BFG, si è prospettata l'opportunità per Mittel di addivenire alla sottoscrizione di un addendum al Contratto che vedrebbe Mittel corrispondere a BFG - in via anticipata e, pertanto, in deroga alle previsioni contenute nel Contratto - un ammontare complessivo e omnicomprensivo, a titolo di Earn-Out, convenzionalmente convenuto tra le parti, pari ad Euro 2 milioni, da corrispondersi contestualmente alla sottoscrizione del predetto Addendum.

In tale contesto, il management di Mittel ha valutato l'interesse al compimento dell'operazione sulla base dell'analisi delle previsioni contrattuali in materia di Earn-Out, delle evoluzioni intervenute in relazione a SFS a partire dalla data di acquisizione e delle ragionevoli prospettive di evoluzione della partecipata, sia in termini di prevedibile andamento futuro, sia di inquadramento all'interno delle strategie di sviluppo nel settore in cui SFS opera.

3. NATURA, PORTATA E LIMITI DELLA PRESENTE RELAZIONE

L'oggetto del presente Parere è la verifica di congruità da un punto di vista finanziario dell'Earn-Out determinato, d'intesa tra le parti e in via anticipata, in Euro 2 milioni secondo quanto previsto dall'*Addendum*. La verifica è stata effettuata mediante la stima del valore di SFS attraverso l'applicazione di due metodologie di valutazione, ovvero il metodo finanziario e il metodo dei multipli e considerando quanto previsto dal Contratto in merito alla determinazione dell'Earn-Out e del Cap Earn-Out. In nessun caso le valutazioni espresse sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato o di valore, attuale o prospettico, in un contesto diverso da quello in esame.

Il Parere è destinato esclusivamente ai membri del CPC al fine di esperire la procedura parti correlate, fermo restando che potrà essere condiviso con, e destinato a, l'intero Consiglio di Amministrazione di Mittel al solo scopo di valutare i termini economici dell'*Addendum* e non dovrà essere utilizzato come riferimento da alcun azionista della Società o altra persona, fatta esclusione per i membri del CPC.

Deloitte non ha assunto alcun ruolo decisionale nella strutturazione dell'*Addendum* né nella determinazione di alcun aspetto relativo all'*Addendum* e ha ricevuto esclusivamente l'incarico di assistere il CPC nella valutazione della congruità di quanto previsto dall'*Addendum* da un punto di vista finanziario.

Le analisi di cui alla presente Relazione sono state formulate sulla base del materiale raccolto e messo a nostra disposizione dalla direzione di Mittel, nel presupposto della correttezza, completezza ed accuratezza dei dati forniti.

Le opinioni espresse nella presente Relazione si basano necessariamente su informazioni economico-finanziarie, quotazioni di borsa e sulle condizioni dei mercati finanziari disponibili e valutabili alla data del 31 dicembre 2022 ("Data di Valutazione"), che sono soggetti 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 macroeconomiche e a fenomeni esogeni alla Società che non necessariamente si potrebbero verificare. È inteso che eventuali sviluppi successivi potrebbero influire sulle conclusioni riportate nella Relazione.

4. DOCUMENTAZIONE UTILIZZATA

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Mittel e dalla sua controllata

SFS i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie.

Più in particolare abbiamo acquisito ed analizzato la documentazione e le informazioni di seguito riportate:

- la Procedura per le operazioni con Parti Correlate di Mittel;
- il contratto di compravendita sottoscritto tra le parti in data 15 novembre 2019 avente ad oggetto il 70% del capitale sociale di SFS;
- bozza dell'Addendum;
- profilo descrittivo dell'operazione di cui all'Addendum redatto dal management di Mittel contenente, inter alia, le valutazioni effettuate dallo stesso per valutare la convenienza economica della potenziale operazione;
- dati economico-patrimoniali pre-consuntivi al 31 dicembre 2022 e primo esercizio di budget 2023, approvati in data 15 febbraio 2023, della società SFS nonché il bilancio di SFS al 31 dicembre 2021;
- ultimo Business Plan 2022-2026 di SFS, approvato dall'organo amministrativo della società in data 26 aprile 2022 (di seguito anche il "Piano");
- dettagli di calcolo, dati ed informazioni ottenuti dagli Amministratori e dal CPC e da questi utilizzati per, o a supporto di, la valutazione di congruità dell'Earn-Out;
- ulteriore documentazione contabile, extracontabile e di tipo statistico ritenuta necessaria nell'espletamento del nostro incarico.

Abbiamo altresì ottenuto attestazione da parte degli Amministratori che, per quanto a loro conoscenza, alla data della presente Relazione non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

5. METODI DI VALUTAZIONE ADOTTATI AL FINE DELLA VERIFICA DI CONGRUITÀ

5.1 Considerazioni metodologiche

Il valore economico della Società è stato determinato sulla base dei risultati determinati dall'applicazione di 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.

Di seguito si fornisce una descrizione teorica delle metodologie adottate.

5.2 Descrizione dei metodi di valutazione

5.2.1 Metodo finanziario

L'approccio finanziario, nella versione dell'*Unlevered Discounted Cash Flows*, ravvisa nella capacità dell'azienda di generare 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 (*Free Cash Flows to the Firm*);
- n orizzonte di proiezione esplicita;
- $WACC$ *Weighted Average Cost of Capital*, o costo medio ponderato del capitale;
- TV *Terminal Value* 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.

5.2.2 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.

5.3 Applicazione dei metodi di valutazione

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

5.3.1 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 relativo al 2023, basato sul budget 2023 approvato dall'organo amministrativo di SFS in data 15 febbraio 2023, e agli esercizi dal 2024 al 2025, cui si riferisce il Business Plan di SFS approvato dall'organo amministrativo della Società in data 26 aprile 2022.

Data l'assenza di un piano industriale recente e successivo alla pubblicazione dei dati preconsuntivi 2022 e di budget 2023, i valori prospettici di piano, ai fini della redazione della Relazione, sono stati riproporzionati per il differenziale negativo riscontrato tra il budget 2023 ed i valori precedente stimati in sede di Piano per l'anno 2023.

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 dei tre anni di orizzonte esplicito (2023 – 2025);
- ammortamenti e investimenti: pari al valore medio degli investimenti stimati nei tre anni di orizzonte esplicito (2023- 2025);

- variazione di capitale circolante netto e fondi: considerate nulle.

L'EBITDA utilizzato ai fini della determinazione del TV è stato mediato su tre anni di piano al fine di stemperare l'aleatorietà legata alla capacità della Società di eseguire i valori di Piano prefissati.

Nel calcolo della rendita perpetua, è stato considerato un tasso di crescita pari a 2,0% in linea con l'inflazione attesa nel lungo periodo (2026) per l'Italia (fonte: *International Monetary Fund*, ottobre 2022).

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 12,72%.

In particolare sono stati considerati i seguenti parametri:

- **costo del debito:** determinato considerando il tasso IRS con scadenza 10 anni (rendimento medio dei sei mesi antecedenti la Data di valutazione) incrementato di uno *spread* pari a 3,48%;
- **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 sei mesi antecedenti la Data di valutazione);
- **market risk premium:** pari a 5,6% (MRP per Paesi rating AAA - fonte Fernandez 2022);
- **company specific risk premium:** pari a 3,02% in considerazione delle ridotte dimensioni della Società (fonte: Duff & Phelps 2022, Micro Cap);
- **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 (2023-2025) e del *Terminal Value* si è quindi giunti ad una determinazione del valore operativo, o *Enterprise Value* pari ad Euro 28,4 milioni. Al fine di stimare il capitale economico della Società, il valore precedentemente ottenuto è stato quindi rettificato al fine di tenere in considerazione il valore della Posizione Finanziaria Netta della Società alla Data di valutazione pari a Euro 7,7 milioni. Tale Posizione Finanziaria Netta, data la specifica stagionalità tipica del settore in cui opera SFS, è stata desunta dalla media delle rilevazioni mensili e non già come dato puntuale al 31.12.2022, a fini di sterilizzazione dell'andamento periodale. L'*Equity value* così determinato risulta essere pari ad Euro 20,7 milioni.

5.3.2 SFS – Metodo dei multipli

(i) Metodo dei multipli di borsa

Ai fini dell'applicazione del suddetto metodo, ai fini della redazione della Relazione, è stato individuato un campione di riferimento di società comparabili per attività svolte. Dato il valore di EBITDA 2022 *preclosing* non ancora completamente ristabilito ai livelli pre Covid, evento particolarmente impattante i livelli di redditività del settore *fashion-outdoor*, si è proceduto alla stima della valutazione attraverso la metodologia dei multipli di mercato con riferimento sia al periodo *current* 2022 che al periodo *forward-looking* 2023.

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 fiscal year*. Il valore medio dei multipli così determinato, pari a 10,9x per l'anno 2022 e 9,4x per l'anno 2023, è stato poi applicato ai rispettivi EBITDA di riferimento di SFS. L'*Enterprise Value* così determinato è risultato essere rispettivamente pari a Euro 27,7 milioni ed Euro 36,0 milioni per la valutazione *current* e la valutazione *forward-looking*.

Al fine di stimare il capitale economico della Società, il valore precedentemente ottenuto è stato quindi rettificato al fine di tenere in considerazione il valore della Posizione Finanziaria Netta della Società al 31 dicembre 2022, alla Data di valutazione e calcolato come descritto nel precedente paragrafo 5.3.1, pari a Euro 7,7 milioni, ottenendo un valore rispettivamente pari a Euro 20,0 milioni ed Euro 28,3 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 valutazione. L'*Equity Value* così determinato risulta essere rispettivamente pari a Euro 15,0 milioni per la valutazione *current* al 2022 ed Euro 21,2 milioni per la valutazione 2023 *forward looking*.

(ii) Metodo dei multipli da transazioni comparabili

Ai fini dell'applicazione del suddetto metodo, ai fini della redazione della Relazione, è stato individuato un campione di transazioni comparabili riguardanti società attive nel settore "*sportswear*", circoscrivendo l'analisi agli anni 2020-2022. Sulla base del campione individuato è stato determinato un valore medio del multiplo *Enterprise Value* su EBITDA per gli anni 2020-2022 pari a 10,0x.

Tale moltiplicatore è stato poi applicato all'*EBITDA* di SFS, come da *pre-closing* 2022, ottenendo un *Enterprise Value* pari a Euro 25,3 milioni.

Al fine di addivenire alla stima del capitale economico della Società, il valore precedentemente ottenuto è stato quindi rettificato al fine di tenere in considerazione il valore della Posizione Finanziaria Netta della Società al 31 dicembre 2022, alla Data di valutazione e calcolato come descritto nel precedente paragrafo 5.3.1, pari a Euro 7,7 milioni. L'*Equity Value* così determinato risulta essere pari a Euro 17,7 milioni.

6. RISULTATI EMERSI DALLE VALUTAZIONI

L'Addendum, il cui perfezionamento è atteso entro il 16 febbraio 2023, prevedrebbe il pagamento da parte di Mittel, d'intesa tra le parti e in via anticipata, del prezzo differito a BFG, riconoscendo a quest'ultima l'importo quantificato in misura convenzionale e omnicomprensiva di Euro 2 milioni a titolo di Earn-Out per un corrispettivo complessivo pari a Euro 10,75 milioni per la quota del 70% del capitale sociale di SFS (per un equivalente controvalore del 100% del capitale sociale pari a Euro 15,4 milioni).

Dalle valutazioni da noi effettuate, con i metodi ed i risultati meglio dettagliati al paragrafo 5. e riepilogati nella tabella di seguito, si giunge a valori omogenei tra loro che risultano superiori rispetto al valore desumibile dalla negoziazione avente ad oggetto l'Earn-Out afferente il 70% delle quote di SFS, salvo il metodo dei Multipli di mercato 2022 che restituisce un valore inferiore di circa il 2,1% rispetto a quello implicito nel valore dell'Earn-Out.

<i>Euro/000</i>	Multipli di mercato 2022	Multipli di mercato 2023	Multipli transazionali	DCF
Ebitda 2022	2.543	3.828	2.543	
<i>Multipla</i>	10,9x	9,4x	10,0x	
Enterprise Value	27.719	36.003	25.351	28.420
<i>PFN 2022 BDG</i>	(7.666)	(7.666)	(7.666)	(7.666)
Equity Value	20.052	28.336	17.685	20.754
<i>% di sconto</i>	25%	25%		
Equity Value	15.039	21.252	17.685	20.754

La divergenza esistente tra i valori ottenuti attraverso l'applicazione dei metodi di valutazione ed il valore economico di SFS implicitamente 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 parti indipendenti, non direttamente quantificabili all'interno di modelli di valutazioni.

7. CONCLUSIONI

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate e tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro, così come illustrate nella presente Relazione e fermo restando quanto indicato nel precedente paragrafo 3. e, in particolare, che la valutazione in merito alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle condizioni di cui all'Addendum compete al Comitato Parti Correlate di Mittel, riteniamo che l'ammontare dell'Earn-Out, a noi comunicato dagli Amministratori di Mittel e dal CPC e definito dall'Addendum, in via convenzionale e omnicomprensiva, in Euro 2 milioni sia congruo da un punto di vista finanziario.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Marco Miccoli
Socio

Milano, 15 febbraio 2023