

Spettabile
Enervit S.p.A.
Via Achille Papa, 30
20149 Milano

Milano, 9 marzo 2016

Egregi Signori,

in data 9 febbraio 2016 Enervit S.p.A. ("**Enervit**" o la "**Società**") - in applicazione della procedura che disciplina le operazioni con parti correlate - ha conferito un incarico (l'"**Incarico**") a Vitale & Co. S.p.A. ("**Vitale&Co**") finalizzato ad assistere il Comitato Parti Correlate di Enervit, e per esso il Consiglio di Amministrazione della Società, quale esperto indipendente ai fini della redazione di un parere in merito alla congruità ed alla convenienza dei termini economico-finanziari della possibile operazione di cessione del ramo d'azienda Vitamin Store ("**Vitamin Store**", il "**Ramo**" o il "**Ramo d'Azienda**") a Nutramis S.r.l. (l'"**Acquirente**"), società partecipata da Maurizio Cereda, Consigliere di Amministrazione di Enervit, e Giovanni Calori, Dirigente con Responsabilità Strategiche di Enervit (l'"**Operazione**").

Il presente parere (il "**Parere**"), pertanto, è indirizzato al Comitato Parti Correlate ed al Consiglio di Amministrazione della Società (il "**Consiglio**") per il loro uso esclusivo e intende fornire, con le avvertenze e limitazioni indicate nel seguito, elementi di orientamento e supporto in relazione alla determinazione da parte del Consiglio, nella sua piena autonomia di giudizio e di decisione, di dar corso all'Operazione.

Il Parere non può essere utilizzato per finalità differenti da quelle per le quali è stato redatto, né essere diffuso a soggetti terzi, né citato o riportato, interamente o in parte, in forma orale o scritta, in pubblico o in alcun documento accessibile al pubblico se non in relazione a quanto previsto dalla vigente normativa in tema di comunicazioni al mercato da parte di emittenti con titoli diffusi. Qualsiasi altro utilizzo dovrà essere preventivamente autorizzato per iscritto da Vitale&Co..

Le analisi e valutazioni richiamate nel presente Parere hanno il solo scopo di fornire elementi di orientamento al Comitato Parti Correlate ed al Consiglio di Enervit in merito alla congruità ed alla convenienza dei termini economico-finanziari dell'Operazione. Coerentemente con la prassi valutativa consolidata, inoltre, le stime compiute sono state effettuate sulla base dell'attuale configurazione di Vitamin Store. Anche per tali diverse ragioni, quindi, i risultati delle analisi effettuate non possono in alcun modo essere considerati quali stime del valore economico e/o di mercato di Vitamin Store in contesti e per finalità differenti da quelli del presente Parere, né possono essere considerati indicativi di valori realizzabili in operazioni di compravendita o altre operazioni straordinarie aventi ad oggetto il Ramo d'Azienda, ovvero singoli beni dello stesso. Analogamente, le stime di valore effettuate ai fini del Parere non riflettono valutazioni soggettive proprie di un processo negoziale o di determinazione di possibili prezzi in uno specifico contesto.

Il presente Parere è basato sul quadro normativo vigente e sulle altre condizioni generali di contesto prevalenti alla data dello stesso. Non si esprime alcuna opinione riguardo alla permanenza di tali condizioni o all'effetto che un relativo mutamento potrebbe produrre sulle stime effettuate.

Le analisi svolte sono state sviluppate, inoltre, tenendo conto delle ulteriori qualificazioni e limitazioni di seguito riassunte:

- per sua natura, una valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività. Non esistendo quindi un unico valore, è prassi presentare le conclusioni delle analisi all'interno di un intervallo di valori;
- le analisi sono state effettuate in ipotesi di continuità dell'attività di Vitamin Store;
- le analisi sono state effettuate in ipotesi di condizioni "normali" di funzionamento di Vitamin Store (astruendo da eventi straordinari, non ricorrenti e non previsti di gestione) e con riferimento alla situazione in atto e conosciuta alla data del presente Parere;
- l'incarico non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuiti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, Vitale&Co non esprime alcun parere né alcuna forma di certificazione sui bilanci della Società e/o su qualsiasi altra informazione finanziaria e/o sui controlli operativi o interni della Società, né, conseguentemente, sui dati contabili del Ramo d'Azienda che le sono stati forniti;
- l'incarico non comprende alcuna valutazione indipendente ed autonoma dei possibili valori di realizzo di attività o di sussistenza di rischi di esborso associati a passività di pertinenza della Società e/o del Ramo d'Azienda. Pertanto, sono state considerate per assunte le valutazioni delle attività e passività effettuate dalla Società.

Quanto segue rappresenta un riassunto delle analisi finanziarie più rilevanti condotte da Vitale&Co in relazione all'incarico. Tale riassunto, tuttavia, non rappresenta una descrizione completa delle analisi condotte da Vitale&Co. La predisposizione di analisi valutative, in particolare, è un processo articolato che comprende l'esame di molteplici temi da un punto di vista tecnico e finanziario e l'utilizzo di tecniche di stima complesse e non è necessariamente suscettibile di una descrizione sommaria.

Le conclusioni esposte nel presente Parere si fondano sul complesso delle indicazioni e valutazioni ivi in sintesi richiamate, oltre che sulle ulteriori analisi e considerazioni effettuate. In ogni caso, conseguentemente, nessuna parte del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente dalle altre parti.

1 - Informazioni utilizzate

Nello svolgimento dell'incarico, Vitale&Co ha analizzato informazioni di natura storica e prospettica in merito alla Società ed al Ramo d'Azienda, tra cui talune proiezioni economico-finanziarie rese disponibili dalla Società, oltre che informazioni pubblicamente reperibili. L'attività e le prospettive del Ramo d'Azienda sono state altresì discusse con il *management* di Enervit (il "Management").

In particolare ai fini delle analisi effettuate sono state esaminate, tra l'altro, le seguenti principali informazioni:

- statuto vigente di Enervit;
- verbale del Consiglio di Enervit del 18 luglio 2012;
- "Accordo Quadro" tra Progetto Nutrizione S.r.l., CVZ Holding B.V., Pietro Carini, Emanuele Rissone, Nadia Zanin ed Enervit del 20 luglio 2012;
- relazione giurata di stima ai sensi dell'art. 2343 Cod.Civ. in relazione al conferimento del ramo d'azienda "Progetto Nutrizione" redatta dal Dr. Alberto Toscani in data 23 luglio 2012;
- atto notarile di costituzione della società Direct S.r.l. e di conferimento del ramo d'azienda "Progetto Nutrizione" nella società medesima da parte di Progetto Nutrizione S.r.l. del 23 luglio 2012;
- "Accordo parzialmente modificativo ed integrativo dell'Accordo Quadro del 20 luglio 2012" del 26 settembre 2012;
- atto notarile di compravendita di quote della società Direct S.r.l. (ridenominata Vitamin Store S.r.l.) fra Progetto Nutrizione S.r.l. ed Enervit del 26 settembre 2012;
- bilanci per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013 e 2014 di Enervit;
- bilanci per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013 e 2014 di Vitamin Store S.r.l.;
- piano economico-finanziario 2015-2018 di Vitamin Store S.r.l. approvato in data 11 marzo 2015;
- bilancio infrannuale al 30 giugno 2015 di Enervit;
- bilancio infrannuale al 30 giugno 2015 di Vitamin Store S.r.l.;
- progetto di fusione per incorporazione di Vitamin Store S.r.l. in Enervit (la "Fusione");
- verbale del Consiglio di Amministrazione di Enervit del 19 ottobre 2015 concernente l'approvazione della Fusione;
- verbale dell'assemblea dei soci di Vitamin Store S.r.l. del 19 ottobre 2015 concernente l'approvazione della Fusione;
- atto notarile del 21 dicembre 2015 concernente la Fusione;
- dati economico-patrimoniali gestionali di pre-chiusura al 31 dicembre 2015 di Enervit;
- dati economico-patrimoniali gestionali di pre-chiusura al 31 dicembre 2015 di Vitamin Store (con evidenza anche dei risultati dei due negozi diretti di Milano e Roma esclusi dal perimetro dell'Operazione);
- *budget* economico per l'anno 2016 di Vitamin Store (con evidenza anche dei risultati dei due negozi diretti di Milano e Roma esclusi dal perimetro dell'Operazione) redatto dal Management;
- bozza del "Contratto di cessione di ramo d'azienda fra Enervit e Nutramis S.r.l." del 8 marzo 2016 (il Contratto di Cessione come *infra* definito), senza allegati;
- proiezioni economiche 2016-2018 redatte dal Management relative (i) ai risultati incrementali dei due negozi diretti di Milano e Roma esclusi dal perimetro

dell'Operazione, (ii) ai margini delle vendite previsionali di Enervit nei confronti di Nutramis S.r.l., e (iii) ai margini delle vendite attraverso il canale *on line* di Enervit, il tutto al netto dei corrispettivi da riconoscere all'Acquirente ai sensi del Contratto di Cessione;

- ulteriori documenti, dati ed informazioni di carattere economico, patrimoniale, legale, finanziario e commerciale forniti, in forma scritta e verbale, dal Management;
- altre informazioni di pubblico dominio relative alla Società, anche in relazione alle condizioni macro-economiche e di rischio del mercato di riferimento, nonché di un campione di società quotate in linea di principio comparabili estratte da fonti terze indipendenti.

Durante tutto lo svolgimento dell'incarico, Vitale&Co ha confidato nella veridicità, accuratezza e completezza delle informazioni indicate in precedenza, siano esse fornite dalla Società ovvero di pubblico dominio. In coerenza con la prassi e i termini dell'Incarico, Vitale &Co non ha svolto alcuna *due diligence* o altra verifica autonoma in merito all'attendibilità di tali informazioni, né ha verificato la validità dei rapporti giuridici sottesi all'attività svolta dalla Società e in base ai quali sono state elaborate le informazioni storiche e/o prospettiche acquisite. Pertanto, Vitale&Co non assume alcuna responsabilità in relazione ai dati ed alle informazioni impiegati ai fini della predisposizione delle stime effettuate, né con riferimento alla loro veridicità, accuratezza o completezza, né con riferimento alle eventuali conseguenze derivanti a soggetti che abbiano fatto affidamento su qualsiasi affermazione, conclusione od opinione contenuta in questo Parere e basata su tali dati ed informazioni. Le stime effettuate potrebbero condurre a risultati diversi qualora le informazioni ricevute dovessero risultare incorrette od incomplete.

Per quanto riguarda i dati prospettici predisposti dal Management della Società si precisa come gli stessi siano per loro natura aleatori ed incerti in quanto sensibili al mutamento delle variabili macroeconomiche, a fenomeni esogeni all'azienda nonché basati, nella fattispecie, anche su un insieme di assunzioni ipotetiche relative ad eventi futuri e ad azioni degli organi amministrativi che non necessariamente si verificheranno. Anche in relazione a tale circostanza, nulla di quanto riportato nel presente Parere potrà essere considerato una garanzia o un'indicazione circa i risultati prospettici della Società (siano essi di natura economica, patrimoniale, finanziaria, o di qualsiasi altra natura).

2 - Le motivazioni alla base dell'Operazione

Enervit è una società di diritto italiano i cui titoli azionari sono quotati al Mercato Telematico Azionario (MTA) organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.¹, attiva nel mercato dell'integrazione alimentare sportiva e della nutrizione funzionale, attraverso la ricerca, lo sviluppo, la produzione e la commercializzazione di alimenti e integratori per lo sport, per l'alimentazione ed il benessere della persona in genere. Nel corso dell'esercizio 2014 la Società ha sviluppato un giro d'affari consolidato di oltre Euro 53 milioni con un utile netto di ca. Euro 2 milioni.

In data 26 settembre 2012 Enervit acquista la totalità del capitale della società Direct S.r.l. (ridenominata in tale data Vitamin Store S.r.l.), società di distribuzione con una catena di

¹ La Società capitalizza in Borsa ca. Euro 50 milioni.

negozi sul territorio italiano - 6 di proprietà (di cui uno concesso in affitto d'azienda) e 64 in affiliazione² - dedicati primariamente alla vendita di integratori alimentari per lo sport. L'acquisizione, secondo quanto riportato nei verbali del Consiglio della Società, era funzionale a dotare Enervit di una piattaforma *retail* che, opportunamente gestita e dotata di adeguati investimenti, avrebbe dovuto permettere alla Società di migliorare la distribuzione dei prodotti sull'intero territorio nazionale. Il prezzo di acquisto è di Euro 0,6 milioni³, comprensivo di un avviamento di Euro 1,4 milioni (si segnala che nei tre esercizi precedenti l'acquisizione l'azienda riconducibile a Vitamin Store S.r.l. aveva registrato ricavi per Euro 5,1 milioni, Euro 4,8 milioni ed Euro 4,8 milioni e risultati positivi).

Tuttavia dopo l'acquisizione Vitamin Store S.r.l. registra un andamento gestionale fortemente negativo che ne erode significativamente la dotazione patrimoniale, rendendo necessaria la rinuncia a finanziamenti erogati da Enervit per un totale di Euro 2,0 milioni.

<i>Vitamin Store S.r.l. - Euro mln</i>	2013	2014
Valore della Produzione	3,90	3,35
Risultato operativo (*)	(0,44)	(1,34)
Risultato netto (*)	(0,42)	(1,05)

(*) Include ammortamento avviamento.

I risultati di Vitamin Store S.r.l. nel corso degli esercizi 2013 e 2014 sono attribuibili primariamente ad una contrazione del fatturato accompagnata da una mancata riduzione dei costi di struttura che registrano, di contro, un aumento anche in valore assoluto.

Nel mese di marzo 2015 viene approvato un piano economico-finanziario di Vitamin Store S.r.l. per il periodo 2015-2018 primariamente incentrato su un ambizioso programma di aperture di nuovi punti vendita diretti (24 in tre anni) ed una progressiva riduzione del costo del venduto. L'incremento della rete di negozi doveva garantire una forte crescita del giro d'affari della società che, combinata con l'aumento dei margini di contribuzione, doveva portare ad un rapido raggiungimento di risultati positivi della gestione.

² Dati al momento dell'acquisizione.

³ Si segnala che il prezzo è riferito ad una società che comprendeva anche diverse passività commerciali e finanziarie e, conseguentemente, non è raffrontabile con il corrispettivo attualmente proposto per l'acquisto del Ramo d'Azienda.

<i>Piano marzo 2015 Vitamin Store S.r.l. - Euro mln</i>	2015E	2016E	2017E	2018E
Valore della Produzione	4,15	6,28	8,04	9,02
Costo del venduto	(1,92)	(2,57)	(3,17)	(3,52)
<i>Costo del venduto %</i>	46%	41%	39%	39%
Altri costi operativi	(3,17)	(3,89)	(4,54)	(4,63)
Risultato operativo (*)	(0,94)	(0,18)	0,34	0,86
N. aperture nuovi negozi	8	8	8	

(*) Include ammortamento avviamento.

Tuttavia già nel bilancio infrannuale di Vitamin Store S.r.l. al 30 giugno 2015 si evidenzia un andamento della gestione differente da quanto ipotizzato nel piano economico-finanziario approvato, emergendo una perdita a livello operativo di oltre Euro 0,7 milioni e rendendosi così necessarie una serie di misure di razionalizzazione della struttura al fine di ridurre talune voci di costo.

In tale prospettiva Enervit, a partire dal mese di settembre 2015, avvia il processo per la Fusione di Vitamin Store S.r.l., con l'obiettivo di concentrare la gestione delle due società, razionalizzare le attività da queste esercitate, raggiungere una maggiore efficienza operativa con la finalità di ottenere una semplificazione dei processi amministrativi ed una riduzione dei costi fissi di struttura. La Fusione si perfeziona il 21 dicembre 2015, con effetto retroattivo ai fini contabili e fiscali a far tempo dal 1 gennaio 2015.

L'esercizio 2015 per Vitamin Store si chiude con ricavi per ca. Euro 3,2 milioni⁴ ed una perdita operativa di ca. Euro 1,2 milioni⁵. Il *budget* economico per l'esercizio 2016, che seppur redatto su ipotesi più conservative rispetto al precedente piano economico-finanziario assume una crescita dei ricavi del 50% rispetto all'esercizio 2015⁶, proietta un risultato operativo ancora fortemente negativo per ca. Euro 0,8 mln⁷.

In considerazione (i) dei risultati economici registrati sin dall'acquisizione di Vitamin Store S.r.l., (ii) delle perduranti prospettive reddituali negative del Ramo d'Azienda nonostante la razionalizzazione della strutture attraverso la Fusione, e (iii) del probabile ulteriore drenaggio di risorse finanziarie (in aggiunta alle rinunce ai finanziamenti soci già effettuate) che Enervit dovrebbe sopportare per continuare a finanziare l'attività di Vitamin Store, la Società decide di avviare trattative con il Dr. Maurizio Cereda, Consigliere di Amministrazione della Società, ed il Dr. Giovanni Calori, Dirigente con Responsabilità

⁴ Nel corso del 2015 sono stati aperti 4 nuovi negozi diretti.

⁵ Dati gestionali di pre-chiusura inclusivi dei due negozi di Milano e Roma non rientranti nel perimetro dell'Operazione. I dati escludono l'ammortamento dell'avviamento.

⁶ Il *budget* 2016 assume l'apertura di 4 nuovi negozi diretti.

⁷ Dati inclusivi dei due negozi di Milano e Roma non rientranti nel perimetro dell'Operazione. I dati escludono l'ammortamento dell'avviamento.

Strategie della Società e precedente Amministratore Delegato di Vitamin Store S.r.l., che hanno manifestato il loro interesse ad acquisire il Ramo d'Azienda sulla base di quanto indicato nella bozza di contratto di cessione (il "Contratto di Cessione").

La decisione considera, fra l'altro, il fatto che i potenziali acquirenti non esercitano attività in concorrenza con Enervit e che il Contratto di Cessione, come si vedrà nel successivo paragrafo, prevede specifiche intese per consentire alla Società di mantenere una presenza commerciale e distributiva presso i punti vendita del Ramo d'Azienda una volta ceduto (si ricorda che l'accesso al canale *retail* era stato a suo tempo la motivazione alla base dell'acquisizione di Vitamin Store S.r.l. da parte di Enervit).

3 - I termini economico-finanziari dell'Operazione

Il Contratto di Cessione identifica il Ramo d'Azienda con i seguenti elementi patrimoniali e rapporti giuridici:

A) attività:

- immobilizzazioni materiali: cespiti, impianti, apparecchi, attrezzature, arredi e beni mobili dei punti vendita, con esclusione, in particolare, di quanto riferibile ai punti vendita siti in Milano, Corso Buenos Aires, e Roma, Via delle Milizie, oltre che alla sede. Sono inoltre incluse due autovetture⁸;
- immobilizzazioni immateriali: taluni marchi specificamente identificati, i domini *internet* ed ogni altro diritto di proprietà industriale ed intellettuale;
- immobilizzazioni finanziarie: depositi cauzionali attivi relativi ai punti vendita ceduti;
- rimanenze di magazzino: costituite dalle merci e dai prodotti esistenti in magazzino;
- crediti commerciali: i crediti specificamente individuati nel Contratto di Cessione vengono ceduti all'Acquirente *pro soluto*. In relazione a taluni crediti non ceduti (che quindi rimangono in capo ad Enervit) vi è un impegno a retrocedere all'Acquirente il 15% dell'ammontare incassato. Tale importo si intende riconosciuto a fronte del servizio di assistenza e supporto che l'Acquirente dovrà assicurare ad Enervit, facendo quanto nelle sue ragionevoli possibilità, per favorire l'incasso dei predetti crediti esclusi dal Ramo d'Azienda;
- acconti: acconti relativi ai contratti di locazione dei punti vendita ceduti;

B) passività:

- il trattamento di fine rapporto maturato in relazione al personale rientrante nel Ramo d'Azienda;
- tutti i debiti e le passività di natura previdenziale ed inerenti al personale rientrante nel Ramo d'Azienda;

C) rapporti giuridici:

- tutti i permessi, le approvazioni, le autorizzazioni, le licenze e di nulla osta ed ogni altro titolo utile e/o necessario per l'esercizio del Ramo d'Azienda in conformità alle disposizioni di legge applicabili;

⁸ Il Ramo d'Azienda comprende 11 punti vendita diretti e 48 contratti di affiliazione.

- i contratti di locazione dei punti vendita ceduti;
- i contratti di *franchising* e/o di affiliazione;
- i contratti di lavoro subordinato con 17 lavoratori specificamente individuati;
- i contratti con i produttori e fornitori di beni e/o servizi, i contratti di assicurazione, di consulenza specificamente individuati;
- tutti gli ordini di acquisto dei prodotti non ancora eseguiti alla data di sottoscrizione del Contratto di Cessione;

D) know how relativo al Ramo d'Azienda: il complesso delle conoscenze, sistemi informativi, procedure informatiche, industriali e commerciali relative ai prodotti e, in via generale, all'esercizio in continuità del Ramo d'Azienda (con esclusione della licenza del *software* gestionale "SAP").

Il prezzo convenuto per la cessione del Ramo d'Azienda è pari al saldo dei valori di bilancio alla data di sottoscrizione del contratto di cessione (i) delle immobilizzazioni finanziarie, (ii) delle rimanenze, (iii) dei crediti ceduti *pro soluto*, (iv) dei due autoveicoli ricompresi nei cespiti ceduti, (v) degli acconti relativi a locazioni, al netto (vi) del valore del fondo trattamento di fine rapporto, e (vii) delle altre passività relative al personale ceduto. Entro il termine di trenta giorni dalla data di sottoscrizione del contratto, ciascuna delle parti potrà richiedere una verifica delle poste contabili trasferite ai fini di un eventuale aggiustamento del prezzo.

Il Contratto di Cessione stabilisce che il prezzo sia pagato dall'Acquirente in quattro rate e precisamente (i) Euro 250.00 alla sottoscrizione del contratto, (ii) Euro 250.00 alla data del 31.12.2016, (iii) Euro 250.00 alla data del 30.6.2017, e (iv) il saldo alla data del 31.12.2017.

Si segnala che non sono previste garanzie sul pagamento del prezzo da parte dell'Acquirente, la società Nutramis S.r.l., costituita in data 28 gennaio 2016, con capitale sociale di Euro 10.000, partecipata dai signori Maurizio Cereda e Giovanni Calori e che non svolge allo stato alcuna attività operativa⁹. Non sono state fornite ulteriori informazioni sull'Acquirente.

Il Contratto di Cessione prevede che Enervit assuma a proprio esclusivo carico eventuali oneri riferibili al periodo sino al 26 settembre 2012 (data di acquisizione di Vitamin Store S.r.l.) che dovessero sopravvenire, mentre non risponda per eventuali sopravvenienze passive successive (fatta salva una generale garanzia per evizione).

Il Contratto di Cessione, inoltre, prevede specifiche intese per consentire alla Società di mantenere una presenza commerciale e distributiva presso i punti vendita del Ramo d'Azienda una volta ceduto.

In particolare l'Acquirente si impegna, fra l'altro, per un periodo di tre anni (rinnovabile una sola volta per un analogo periodo a sola discrezione di Enervit) a (i) allestire nei negozi diretti, in conto vendita ed in dieci negozi affiliati, un *corner* destinato esclusivamente ad una selezione di diversi prodotti di Enervit ed al relativo materiale promo-pubblicitario, (ii) consentire a Enervit (a proprie cura e spese) di allestire e personalizzare, a proprie cure e spese, una vetrina in tutti i punti vendita diretti dell'Acquirente, in un periodo definito, (iii) consentire a Enervit (a proprie cura e spese), con una frequenza di due volte ogni anno, l'attività di *sampling* in occasione del lancio di un nuovo prodotto, (iv) garantire a Enervit il diritto all'invio di *newsletter* a tutti i possessori della "VitaminCard", (v) garantire ai prodotti

⁹ Dati da visura presso la Camera di Commercio Industria Artigianato e Agricoltura di Milano.

di Enervit una posizione privilegiata in tre *home page* di categoria del sito *internet* dell'Acquirente, (vi) attivare *on line* campagne promozionali al fine di pubblicizzare i prodotti di Enervit secondo una tempistica definita, (vii) gestire in totale *outsourcing*, a far data del 1 settembre 2016, il processo di vendita dei prodotti commercializzati sul sito *internet* di Enervit, e (viii) ritirare l'allestimento di cui al contratto con il fornitore T2 Arredamenti, all'apertura di un nuovo punto vendita diretto o un negozio affiliato che richieda l'allestimento completo del punto vendita, versando il corrispettivo convenuto.

Inoltre Enervit mantiene il diritto di utilizzare le formule chimiche dei prodotti esistenti nell'attuale portafoglio del Ramo d'Azienda oltre che il diritto di utilizzare il *database* clienti di Vitamin Store nel rispetto della normativa vigente in materia di *privacy* e in conformità ad un'intesa che le parti provvederanno a raggiungere al fine di disciplinare i profili operativi dell'utilizzo.

A fronte dei servizi e dei diritti summenzionati Enervit si impegna a corrispondere all'Acquirente l'importo annuo di Euro 120.000.

4 – La stima del valore economico del Ramo d'Azienda

Di seguito viene riportata la stima del valore economico del Ramo d'Azienda.

Quale data di riferimento della stima si è assunto il 31 dicembre 2015 (la "Data di Riferimento").

La scelta della metodologia da adottare nello svolgimento di ogni valutazione è funzione delle caratteristiche della società/azienda interessata e delle finalità della valutazione stessa.

Nel caso di specie come metodologia di stima si è assunto il cd. "criterio misto patrimoniale-reddituale". Tale scelta è stata effettuata in considerazione (i) dei risultati negativi previsti per il Ramo d'Azienda per l'esercizio 2016 e del relativo impatto sulle poste contabili del ramo medesimo (circostanza che rende difficilmente applicabile il metodo patrimoniale semplice), (ii) della mancanza di un piano economico-finanziario pluriennale relativo al Ramo d'Azienda (elemento che impedisce l'impiego del criterio cd. *discounted cash flows* basato sull'attualizzazione di flussi finanziari previsionali relativi ad un arco temporale sufficientemente esteso), e (iii) della serie storica negativa dei risultati degli ultimi anni (confermata, come detto, anche nel *budget* 2016) di Vitamin Store (fattispecie che non consente l'applicazione di metodologie sintetiche-empiriche quali quelle dei moltiplicatori di società quotate comparabili e/o dei multipli di transazioni similari, delle quali, per altro, non si è a conoscenza).

Nella stima in oggetto, in linea con la prassi valutativa consolidata, non sono stati considerati gli effetti economico-finanziari connessi a potenziali sinergie e/o recuperi di valore generabili in futuro dall'Acquirente grazie a successive operazioni straordinarie e/o all'implementazione di operazioni di riorganizzazione aziendale allo stato non note o prevedibili.

Infine, come già segnalato in precedenza, non è stato preso in considerazione uno scenario di tipo "liquidatorio" del Ramo d'Azienda che, comunque, porterebbe con elevata probabilità ad una monetizzazione degli attivi a valori complessivamente inferiori a quelli di bilancio con, in aggiunta, la necessità di sostenere gli oneri connessi alla chiusura dei rapporti di lavoro con il personale e la perdita dei redditi potenziali derivanti dagli accordi commerciali con l'Acquirente.

4.1 - Premessa metodologica sul metodo “misto patrimoniale-reddituale”

Il metodo “misto patrimoniale-reddituale” si basa sull’assunto che il valore di una società (o azienda) possa essere determinato come sommatoria del valore del patrimonio netto (nel caso di specie, del capitale investito netto) - eventualmente rettificato per tener conto di plus/minusvalenze potenziali rispetto ai valori contabili di alcuni *asset* - e di una componente espressiva dell’effettiva capacità dell’azienda in funzionamento di generare reddito, il cosiddetto avviamento/*goodwill* (o deavviamento/*badwill* qualora tale grandezza sia negativa).

Il valore economico (W) è quindi determinato in base alla seguente formula:

$$W = \text{PNR} + G/(B)$$

dove:

PNR: patrimonio netto (o capitale investito netto) rettificato

G/(B): *Goodwill* / (*Badwill*)

Secondo il metodo “misto patrimoniale-reddituale”, l’avviamento/deavviamento viene stimato come attualizzazione limitata nel tempo del sovrareddito/sottoreddito prodotto dalla società/azienda, ottenuto come differenza fra il reddito normalizzato ed il rendimento medio atteso dal patrimonio netto (o capitale investito netto), sulla base della seguente formula:

$$G/(B) = VA (R_n - K \times i)$$

dove:

R_n : reddito atteso per un periodo di tempo limitato/definito (è prassi anche considerare un reddito medio normalizzato avendo riguardo ai redditi conseguiti negli ultimi esercizi)

K: patrimonio netto (o capitale investito netto) rettificato

i: tasso di interesse “normale” rispetto al tipo di investimento considerato

VA: valore attuale per n anni al tasso i'

n: numero di anni di prevedibile durata dell’avviamento/deavviamento

i' : tasso di attualizzazione del sovrareddito/sottoreddito

Il tasso di interesse “normale” esprime una misura di rendimento giudicata soddisfacente tenuto conto del profilo di rischio della società/azienda e del settore in cui opera. Il tasso i è calcolato come costo opportunità dei mezzi propri (o costo medio ponderato del capitale di rischio e di debito, nel caso di applicazione al capitale investito netto); in particolare il costo opportunità dei mezzi propri è pari a:

$$i = R_f + \beta \times P$$

dove:

R_f: rendimento di un'attività finanziaria priva di rischio

β: coefficiente di correlazione con il rischio medio del mercato azionario

P: premio per il rischio azionario

Qualora si usi il costo medio ponderato del capitale, si calcola una media ponderata fra il costo dei mezzi propri ed il costo del capitale di debito (quest'ultimo al netto del connesso beneficio fiscale).

Il tasso di attualizzazione del sovrareddito/sottoreddito viene inteso come puro compenso finanziario per il trascorrere del tempo.

4.2 – L'applicazione del metodo "misto patrimoniale-reddituale" al Ramo d'Azienda

Ai fini dell'applicazione del metodo "misto patrimoniale-reddituale" si è innanzitutto partiti dalla determinazione del valore del capitale investito netto del Ramo d'Azienda alla Data di Riferimento.

<i>CIN del Ramo d'Azienda - Euro mln</i>	dic-15
Immobilizzazioni immateriali	0,20
Immobilizzazioni materiali	0,25
Immobilizzazioni finanziarie	0,04
Magazzino	1,09
Crediti	0,11
Acconti	0,00
Fondo Trattamento Fine Rapporto	(0,14)
Altre passività relative al personale	(0,07)
Capitale investito netto	1,48

Il capitale investito netto non considera l'avviamento contabile derivante dall'operazione di acquisizione del Ramo d'Azienda nel 2012¹⁰. Non si è ritenuto di operare rettifiche di valore sulle singole poste patrimoniali.

¹⁰ Ci è stato riferito che l'avviamento relativo al Ramo d'Azienda sarà oggetto di svalutazione ai fini del bilancio 2015 di Enervit.

Successivamente si è calcolato il tasso di interesse “normale” rispetto al tipo di investimento considerato. Tale calcolo ha portato alla stima di un tasso del 5,2%, considerando come rendimento cd. *risk free* la media dei rendimenti degli ultimi sei mesi dei Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) con scadenza a due e tre anni, un coefficiente β pari a 0,8 (desunto come media di un campione di società quotate operanti nel settore dell’integrazione alimentare e della nutrizione funzionale¹¹) ed un premio per il rischio azionario del 6%. Si è assunta una struttura finanziaria non caratterizzata da indebitamento (coincidendo quindi il tasso di interesse “normale” con il costo del capitale di rischio).

Si è quindi provveduto a stimare il cd. sovrareddito/sottoreddito di Vitamin Store, ipotizzando due distinti possibili scenari temporali e di risultati:

- un arco temporale di complessivi due anni caratterizzato (i) il primo anno da un reddito pari alla perdita ante imposte risultante dal *budget* 2016 del Ramo d’Azienda, e (ii) il secondo anno da un risultato ante imposte a *break-even*. Nell’esercizio caratterizzato da perdita si è considerato anche il correlato effetto fiscale positivo sfruttabile da Enervit;
- un arco temporale di complessivi tre anni caratterizzato (i) il primo anno da un reddito ante imposte pari alla perdita risultante dal *budget* 2016 del Ramo d’Azienda, (ii) il secondo anno da un reddito ante imposte pari al 50% della perdita 2016, e (iii) il terzo anno da un risultato ante imposte a *break-even*. Negli esercizi caratterizzati da perdite si è considerato anche il correlato effetto fiscale positivo a vantaggio di Enervit.

I differenziali fra i risultati degli scenari come sopra determinati e l’applicazione del tasso di interesse “normale” al capitale investito netto del Ramo d’Azienda sono stati quindi opportunamente attualizzati (al tasso *risk free*) portando ad un *badwill*, rispettivamente, di Euro 0,7 milioni ed Euro 1,1 milioni.

Si è quindi sottratto al valore del capitale investito netto quello del *badwill*, pervenendo ad una stima del valore economico di Vitamin Store nell’intervallo di Euro 0,4 milioni ed Euro 0,8 milioni.

Stima valore economico Ramo d'Azienda - Euro mln		
	Min	Max
Capitale investito netto	1,5	1,5
<i>Badwill</i>	(1,1)	(0,7)
Stima valore economico del Ramo	0,4	0,8

5 - Il confronto con i termini economico-finanziari dell’Operazione

Di seguito è riportata una stima del prezzo che la Società dovrebbe incassare dalla vendita di Vitamin Store nel contesto dell’Operazione. Si segnala che l’importo indicato deriva dalla valorizzazione degli elementi attivi e passivi costituenti il Ramo d’Azienda - secondo i criteri

¹¹ Le società incluse nel campione sono Corbion, Hain Celestial Group, Herbalife, Usana, Weight Watchers e Wessanen.

indicati nel Contratto di Cessione - alla Data di Riferimento mentre la determinazione del corrispettivo della cessione avverrà con riferimento alla data di sottoscrizione del contratto di compravendita.

<u>Prezzo riconosciuto per il Ramo d'Azienda - Euro mln</u>	<u>dic-15</u>
Immobilizzazioni immateriali	0,00
Immobilizzazioni materiali	0,00
Immobilizzazioni finanziarie	0,04
Magazzino	1,09
Crediti	0,11
Acconti	0,00
Fondo Trattamento Fine Rapporto	(0,14)
Altre passività relative al personale	(0,07)
Totale prezzo riconosciuto per il Ramo	1,03

Come già indicato il prezzo non verrebbe pagato integralmente al *closing* ma in quattro rate nel corso del 2016 e del 2017 senza garanzia sul pagamento da parte dell'Acquirente. Il valore attuale delle rate di pagamento del prezzo previste è indicato nella tabella che segue.

<u>Valore attuale rate di pagamento prezzo - Euro mln</u>	
Rata al <i>closing</i>	0,25
Rata al 31.12.2016	0,25
Rata al 30.6.2017	0,25
Rata al 31.12.2017	0,28
Attualizzazione prezzo riconosciuto per il Ramo @ 3%	1,00

Si segnala inoltre che, come indicato al paragrafo 3 del presente Parere, il Contratto di Cessione prevede, in aggiunta all'obbligo di cedere il Ramo d'Azienda a fronte del corrispettivo indicato, anche due impegni finanziari a carico di Enervit:

- la retrocessione all'Acquirente del 15% di taluni crediti ex Vitamin Store non trasferiti, qualora incassati;
- il pagamento all'Acquirente di Euro 120.000 all'anno per tre anni a fronte (i) del mantenimento di alcuni diritti sulle formule chimiche dei prodotti ex Vitamin Store e sul *data base* clienti e (ii) della prestazione di una serie di servizi commerciali forniti ad Enervit dall'Acquirente medesimo.

A tale proposito di seguito si riporta:

- il valore contabile alla Data di Riferimento dei crediti ex Vitamin Store non trasferiti all'Acquirente e soggetti all'obbligo di retrocessione del 15% in caso di incasso: su tale importo, in ipotesi di incasso integrale, la Società dovrebbe retrocedere all'Acquirente ca. Euro 30mila¹²;

Crediti non ceduti - Euro mln

Crediti non ceduti (dic 15) con obbligo di parziale retrocessione	0,21
Retrocessione del 15%	(0,03)

- la sintesi di alcune proiezioni economiche elaborate dal Management per il periodo 2016-2018¹³ relative (i) ai risultati incrementali dei due negozi diretti di Milano e Roma esclusi dal perimetro dell'Operazione (che venderanno prodotti a marchio Enervit a non più Vitamin Store), (ii) ai margini delle vendite previsionali dei prodotti Enervit nei confronti di Nutramis S.r.l. (si ricorda che l'Acquirente non svolge attività in concorrenza con la Società e ne diventerà un cliente), e (iii) ai margini delle vendite attraverso il canale *on line* di Enervit che sarà gestito dall'Acquirente, il tutto al netto del corrispettivo di Euro 120.000 annuo da riconoscere all'Acquirente. Sulla base di tali proiezioni la Società potrebbe beneficiare di redditi netti aggiuntivi di valore attuale complessivo pari a ca. Euro 0,1 milioni¹⁴.

<i>Euro mln</i>	2016E	2017E	2018E
Valore della Produzione differenziale	0,25	0,59	0,91
Risultato operativo netto differenziale	(0,05)	0,06	0,13
Valore attuale redditi netti differenziali @ 5,2%	0,11		

Di seguito si riporta uno schema di confronto fra la stima del valore economico del Ramo d'Azienda (nei due casi considerati) e gli incassi complessivamente attesi sia come prezzo per la cessione che come redditi netti differenziali. Come si può osservare l'importo totale degli incassi attesi da Enervit a seguito dell'Operazione è sempre maggiore della stima del valore economico di Vitamin Store a cui si è giunti.

Si ricorda che sia la stima del valore economico del Ramo d'Azienda che la quantificazione preliminare del prezzo di cessione sono state effettuate ai fini del presente Parere con riferimento ai valori contabili alla data del 31 dicembre 2015 delle poste attive e passive del

¹² L'importo indicato, in assenza di uno sviluppo temporale dei possibili incassi, non è attualizzato.

¹³ Ancorché il Contratto di Cessione preveda la possibilità per le intese commerciali fra Enervit e l'Acquirente di un rinnovo per ulteriori 3 anni, si è scelto di considerare prudenzialmente solo un triennio ai fini delle proiezioni.

¹⁴ Sono esclusi i *transaction cost* connessi all'Operazione.

Ramo. Variazioni fisiologiche sui saldi contabili alla data di sottoscrizione del contratto di cessione avrebbero un impatto sostanzialmente analogo sia sul valore economico stimato che sul prezzo di cessione del Ramo d'Azienda, lasciando quindi complessivamente invariati i differenziali di convenienza sotto esposti.

<i>Euro mln</i>		
	Min	Max
Stima valore economico Ramo d'Azienda (pag. 12)	0,4	0,8
Stima valore attuale prezzo di cessione (pag. 13)		1,00
Delta	0,6	0,2
Possibile retrocessione 15% crediti ex Vitamin Store (pag. 14)		(0,03)
Stima valore attuale redditi differenziali 2016-2018 (pag. 14)		0,11
Delta	0,7	0,3

Come dato "sintetico" di raffronto si segnala inoltre che il corrispettivo riconosciuto dall'Acquirente è pari a ca. il 30% dei ricavi registrati nel 2015 dal Ramo d'Azienda di cui, si sottolinea, oltre il 50% deriva da vendite a negozi affiliati.

Da ultimo si evidenzia che, da quanto riferitoci dal Management, dal punto di vista contabile Enervit registrerà nel bilancio 2015 una svalutazione dell'avviamento riconducibile al Ramo d'Azienda nonché svalutazioni di taluni attivi del Ramo d'Azienda ceduti all'Acquirente a cui non è stato attribuito alcun valore in sede di determinazione del prezzo (*intangibles* e arredi dei punti vendita). Tali svalutazioni di importo complessivo pari a ca. Euro 1,1 milioni a seguito della cessione del Ramo d'Azienda produrranno un beneficio fiscale per la Società di ca. Euro 0,4 milioni.

6 - Conclusioni

Alla luce di quanto indicato nei precedenti paragrafi e, in particolare, in considerazione delle perdite registrate da Vitamin Store nel corso dell'ultimo triennio e delle prospettive reddituali ancora fortemente sfavorevoli della stessa, avuto riguardo (i) ai risultati espressi dal metodo "misto patrimoniale-reddituale" sulla base dei dati e delle informazioni ricevuti ed impiegati ai fini delle stime, e (ii) alle proiezioni redatte dal Management della Società in merito ai redditi differenziali futuri a seguito della cessione del Ramo e/o rinvenienti dalle intese commerciali con l'Acquirente, con le limitazioni e qualificazioni in precedenza enunciate e ricordando che i pagamenti delle rate di prezzo non sono assistiti da garanzie da parte dell'Acquirente, riteniamo i termini economico-finanziari dell'Operazione ragionevolmente congrui e convenienti per Enervit.

Distinti saluti.

VITALE & CO. S.p.A.

