



KPMG S.p.A.  
Revisione e organizzazione contabile  
Via Vittor Pisani, 25  
20124 MILANO MI  
Telefono +39 02 6763.1  
Email [it-fmauditaly@kpmg.it](mailto:it-fmauditaly@kpmg.it)  
PEC [kpmgspa@pec.kpmg.it](mailto:kpmgspa@pec.kpmg.it)

## **Relazione della società di revisione sul prezzo di emissione delle azioni relative all'aumento di capitale sociale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, secondo periodo, del Codice Civile e dell'art. 158 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58**

Agli Azionisti di  
Cairo Communication S.p.A.

**1**

### **Oggetto dell'incarico e sintesi dell'operazione**

Il Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication S.p.A. ("Cairo Communication"), in data 8 aprile 2016, ha deliberato di promuovere un'offerta pubblica di scambio volontaria, ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (di seguito l'"Offerta" oppure l'"Offerta Originaria") avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie emesse da RCS MediaGroup S.p.A. ("RCS") ad un corrispettivo pari a n. 0,12 azioni ordinarie Cairo Communication di nuova emissione per ciascuna azione ordinaria RCS portata in adesione.

Nella nostra qualità di società di revisione incaricata della revisione legale dei bilanci di Cairo Communication S.p.A., ci è stato richiesto di esprimere il nostro parere sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni Cairo Communication ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58. Il nostro parere sulla congruità del prezzo di emissione nell'ambito dell'Offerta Originaria è stato emesso in data 21 aprile 2016.

In data 17 giugno 2016, il Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication ha comunicato che la società ha effettuato un rilancio mediante incremento del corrispettivo dell'Offerta Originaria.

Tale rilancio, che lascia immutato il numero di azioni RCS oggetto dell'Offerta, pari a n. 521.864.957, riconosce agli azionisti di RCS un corrispettivo pari a n. 0,16 azioni ordinarie Cairo Communication per ogni azione RCS portata in adesione corrispondente ad un prezzo di emissione unitario pari a Euro 4,39 per azione Cairo Communication.

Il Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication ha deliberato una proposta di aumento di capitale sociale a pagamento e in via scindibile, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, comma quarto, primo periodo, del Codice Civile, mediante emissione di massime n. 104.372.991 azioni ordinarie Cairo Communication



("l'Aumento di Capitale"). Tale Aumento di Capitale prevede che il Consiglio di Amministrazione possa determinare il rapporto di scambio tra le azioni Cairo Communication da emettere a fronte di ciascuna azione RCS portata in adesione all'Offerta fino a un massimo di n. 0,20 azioni Cairo Communication per ciascuna azione RCS (il "Rapporto di Scambio").

Gli Amministratori di Cairo Communication hanno determinato che:

- in caso di integrale sottoscrizione dell'Aumento di Capitale e indipendentemente dal Rapporto di Scambio, il prezzo di emissione complessivo delle nuove azioni sarà pari a massimi Euro 366.557.945,80;
- il prezzo di emissione unitario minimo delle nuove azioni Cairo Communication sarà pari a Euro 3,51 per azione (il "Prezzo di Emissione").

Nella nostra qualità di società di revisione incaricata della revisione legale dei bilanci di Cairo Communication S.p.A., ci è richiesto di esprimere il nostro parere sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni Cairo Communication ai sensi del combinato disposto dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile e dell'art. 158, primo comma, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.

## **2 Natura e portata della presente relazione**

Il presente parere ha la finalità di integrare l'informativa a favore degli Azionisti di Cairo Communication in ordine alle metodologie adottate dagli Amministratori per la determinazione delle condizioni dell'Aumento di Capitale a servizio dell'Offerta, come incrementato a seguito del rilancio.

A seguito del rilancio, gli Azionisti di RCS che aderiranno all'Offerta riceveranno nuove azioni Cairo Communication che saranno emesse mediante Aumento di Capitale con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quarto, del Codice Civile.

La determinazione degli Amministratori che risulta qualificante rispetto alla sostanza economica dell'operazione riguarda il Rapporto di Scambio, ovvero il rapporto tra il valore attribuito alle azioni Cairo Communication e il valore attribuito alle azioni RCS, rapporto al quale consegue il numero di azioni da emettersi mediante l'Aumento di Capitale.

Nella fattispecie, pertanto, esprimiamo il nostro parere sulla congruità del Prezzo di Emissione delle nuove azioni Cairo Communication, facendo riferimento al Rapporto di Scambio nella misura massima prevista dalla proposta presentata dal Consiglio di Amministrazione all'assemblea dei soci, che risulta pari a n. 0,20 azioni ordinarie Cairo Communication per ogni azione RCS.

Resta inteso che, nella prospettiva degli azionisti di Cairo Communication esclusi dall'esercizio del diritto di opzione, il giudizio sulla congruità del Rapporto di Scambio include implicitamente anche il giudizio sulla congruità del rapporto di scambio proposto dagli Amministratori nella misura inferiore pari a n. 0,16 azioni ordinarie Cairo Communication per ciascuna azione RCS.

In tale ambito il presente parere indica i metodi adottati dagli Amministratori per la determinazione del Prezzo di Emissione e del Rapporto di Scambio, richiama le difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori e riporta le nostre considerazioni sull'adeguatezza dei metodi adottati dagli Amministratori sotto il profilo della ragionevolezza e non arbitrarietà nel caso di specie e della loro corretta applicazione.

Ai fini del presente parere riguardo al Prezzo di Emissione e al Rapporto di Scambio non abbiamo effettuato autonome valutazioni delle azioni Cairo Communication e delle azioni RCS. Tali valutazioni sono state svolte esclusivamente dagli Amministratori.

### **3 Documentazione utilizzata**

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo analizzato i seguenti documenti e informazioni ottenute da fonti pubbliche o di mercato:

- il comunicato stampa diffuso da Cairo Communication in data 8 aprile 2016 e predisposto ai sensi dell'art. 102, primo comma, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e dell'articolo 37 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 riguardo ai termini dell'Offerta Originaria;
- la relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication in data 12 aprile 2016 ai sensi dell'art. 2441, comma 6, Codice Civile, dell'articolo 125-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 nonché dell'articolo 70 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 riguardo alla proposta di Aumento di Capitale a servizio dell'Offerta Originaria;
- il Documento di Offerta Originaria pubblicato da Cairo Communication in data 28 maggio 2016 e predisposto ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58;
- il comunicato stampa diffuso da Cairo Communication in data 17 giugno 2016 e predisposto ai sensi dell'art. 114 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e dell'art. 44, commi 2 e 3, del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, riguardo, tra l'altro, al rilancio mediante incremento del corrispettivo dell'Offerta Originaria;
- la relazione illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication datata 17 giugno 2016 ai sensi dell'art. 2441, comma 6, Codice Civile, dell'articolo 125-ter del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e dell'articolo 70 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 riguardo, tra l'altro, alla proposta di Aumento di Capitale a servizio del rilancio dell'Offerta Originaria ("la Relazione");
- il Supplemento al Documento di Offerta Originaria pubblicato in data 22 giugno 2016;
- il comunicato diffuso da RCS in data 10 giugno 2016 e predisposto ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 e dell'art. 39 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 riguardo all'Offerta Originaria promossa da Cairo Communication, con i relativi allegati ed il relativo aggiornamento del 24 giugno 2016 riferito al rilancio effettuato da Cairo Communication;
- i comunicati stampa diffusi da RCS nelle date dell'11 maggio 2016, 18 maggio 2016, 1 giugno 2016 e 16 giugno 2016 riguardo ai termini e agli accordi modificativi del contratto di finanziamento del 14 giugno 2013;
- la documentazione pubblicamente disponibile riguardo all'offerta pubblica di acquisto promossa in data 16 maggio 2016 da DI.VI. Finanziaria di Diego Della Valle & C. S.r.l., Diego Della Valle & C. S.r.l., Mediobanca Banca di Credito

Finanziario S.p.A., UnipolSai Assicurazioni S.p.A., Pirelli & C. S.p.A. e International Acquisitions Holding S.à.r.l. sulle azioni RCS;

- il comunicato stampa diffuso da Mediobanca in data 24 giugno 2016 riguardo all'Offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria promossa da International Media Holding S.p.A.;
- la relazione ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile redatta dal Prof. Amaduzzi in data 22 giugno 2016;
- il bilancio separato e consolidato per l'esercizio al 31 dicembre 2015 di Cairo Communication approvati dall'assemblea degli azionisti in data 27 aprile 2016;
- il resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2016 di Cairo Communication approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 4 maggio 2016;
- il bilancio separato e consolidato per l'esercizio al 31 dicembre 2015 di RCS approvati dall'assemblea degli azionisti in data 28 aprile 2016;
- il resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2016 di RCS approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 11 maggio 2016;
- il documento denominato "RCS Mediagroup, Business Plan 2016-2018", datato 21 dicembre 2015;
- il documento denominato "Cairo Communication, Company Overview and 2017-2018 Business Plan" diffuso da Cairo Communication in data 17 giugno 2016 e contenente, tra l'altro, informazioni inerenti il progetto di integrazione tra Cairo Communication e RCS;
- le quotazioni di borsa e i volumi scambiati delle azioni ordinarie Cairo Communication e RCS sul Mercato Telematico Azionario organizzato da Borsa Italiana S.p.A.;
- le note di ricerca emesse da alcuni analisti finanziari a riguardo dei titoli Cairo Communication e RCS;
- le quotazioni di borsa e i dati finanziari di altre società del settore media.

Abbiamo inoltre ottenuto dalla Direzione di Cairo Communication e analizzato i seguenti documenti e informazioni di natura non pubblica:

- il verbale dei Consigli di Amministrazione di Cairo Communication tenuti in data 8 aprile 2016 e 17 giugno 2016;
- i documenti esaminati dal Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication in relazione all'Offerta, al rilancio dell'Offerta Originaria e al progetto di integrazione.

Abbiamo infine ottenuto dagli Amministratori di Cairo Communication attestazione che, sulla base delle informazioni a loro disposizione e per quanto di loro competenza, non sono intervenute alla data della presente relazione variazioni rilevanti, né fatti e circostanze tali da modificare in misura significativa i dati e gli elementi da noi acquisiti ai fini del presente parere, come sopra elencati.

#### 4 **Metodi di valutazione adottati dal Consiglio di Amministrazione per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni e del rapporto di scambio**

Nella Relazione gli Amministratori informano che il Prezzo di Emissione delle nuove azioni sarà determinato a partire da un valore convenzionale unitario delle azioni RCS pari a Euro 0,7024 diviso per il rapporto di scambio, quest'ultimo espresso in termini di numero di azioni Cairo Communication per ogni azione RCS portata in adesione all'Offerta di rilancio.

Su questa base gli Amministratori hanno determinato che, nel caso in cui l'Aumento di Capitale fosse eseguito sulla base del Rapporto di Scambio pari a n. 0,20 azioni Cairo Communication per ogni azione RCS, il Prezzo di Emissione delle nuove azioni Cairo Communication risulterebbe pari a Euro 3,51 per azione.

Nel caso in cui l'Aumento di Capitale fosse eseguito sulla base del rapporto di scambio pari a n. 0,16 azioni Cairo Communication per ogni azione RCS, il prezzo di emissione delle nuove azioni Cairo Communication risulterebbe pari a Euro 4,39 per azione.

Nella Relazione gli Amministratori indicano inoltre che ai fini del bilancio di Cairo Communication all'Aumento di Capitale corrisponderà l'iscrizione del valore di acquisizione della partecipazione in RCS, contabilizzata ai sensi del principio contabile IFRS 3 - Business Combinations.

Per quanto riguarda i valori attribuiti alle azioni Cairo Communication e RCS ai fini della determinazione del Rapporto di Scambio, gli Amministratori sottolineano che si tratta di valori da intendersi in termini relativi determinati sulla base di metodi che possono essere applicati in modo omogeneo e confrontabile alle due società oggetto di analisi.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Scambio gli Amministratori hanno applicato il metodo delle Quotazioni di Borsa quale metodo di valutazione principale e il metodo dei Target Price e dei Multipli di Borsa quali metodi di controllo.

Sulla base delle Quotazioni di Borsa delle azioni Cairo Communication e delle azioni RCS nei sei mesi antecedenti la data di annuncio dell'Offerta Originaria, gli Amministratori hanno individuato un rapporto di scambio compreso tra 0,09 e 0,14 azioni Cairo Communication per ogni azione RCS (media 0,12).

Sulla base delle raccomandazioni fornite da alcuni analisti finanziari riguardo ai prezzi-obiettivo delle azioni Cairo Communication e delle azioni RCS (metodo dei Target Price) gli Amministratori hanno individuato un rapporto di scambio compreso tra 0,14 e 0,15 azioni Cairo Communication per ogni azione RCS (media 0,15).

Sulla base dei moltiplicatori di un campione di società quotate del settore media applicati a dati previsionali sintetici di Cairo Communication e RCS stimati da alcuni analisti finanziari per il periodo 2016-2018 (metodo Multipli di Borsa) gli Amministratori hanno individuato un rapporto di scambio compreso tra 0,08 e 0,16 azioni Cairo Communication per ogni azione RCS (media 0,12).

Nella Relazione gli Amministratori indicano che i rapporti di valore sopra riportati prescindono da una valorizzazione dei maggiori risultati economici attesi per RCS a seguito dell'implementazione del progetto di integrazione con Cairo Communication rispetto alle previsioni del piano industriale RCS riportate nel documento denominato "RCS Mediagroup, Business Plan 2016-2018" datato 21 dicembre 2015.



Ai fini della individuazione del Rapporto di Scambio, gli Amministratori, tenendo anche conto del valore stimato di tali maggiori risultati economici attesi per RCS, hanno applicato a questi ultimi i parametri del metodo dei Multipli di Borsa e attribuito il valore risultante alle azioni RCS. Gli Amministratori hanno quindi individuato un rapporto di scambio massimo compreso tra 0,20 e 0,21 azioni Cairo Communication per ogni azione RCS.

## **5 Difficoltà di valutazione riscontrate dal Consiglio di Amministrazione**

In relazione ai metodi utilizzati per la stima del Rapporto di Scambio di cui al precedente paragrafo 4, gli Amministratori di Cairo Communication nella loro Relazione rilevano le seguenti difficoltà:

- Cairo Communication non ha svolto, nelle fasi preparatorie dell'operazione, alcuna attività di due diligence riguardo al gruppo RCS;
- nell'analisi dei dati finanziari di RCS gli Amministratori di Cairo Communication hanno rilevato che i risultati storici includono componenti non ricorrenti per importi rilevanti e che i risultati futuri sono soggetti a incertezza in quanto dipendenti, tra l'altro, dall'effettiva esecuzione del piano di ristrutturazione annunciato;
- gli Amministratori di Cairo Communication hanno ritenuto che le informazioni finanziarie previsionali 2016-2018 comunicate al mercato da RCS non costituissero una base informativa adeguata per l'applicazione di metodi di valutazione fondamentale, come il metodo dei flussi di cassa scontati, per i seguenti motivi:
  - il documento "RCS Mediagroup, Business Plan 2016-2018" non fornisce indicazioni sufficienti sui flussi di cassa prospettici del Gruppo RCS MediaGroup ai fini dell'applicazione del metodo dei flussi di cassa scontati,
  - non è stato possibile l'accesso al management di RCS al fine di avere indicazioni utili per l'elaborazione di ipotesi sui flussi di cassa operativi attesi anche successivamente al termine del periodo di piano e al fine di effettuare altre autonome verifiche;
- il grado di comparabilità di Cairo Communication e di RCS con le altre società quotate del settore risulta influenzato da differenze circa i mercati di riferimento, il portafoglio di attività, le dimensioni e il profilo di crescita, redditività e rischio. Tale difficoltà è particolarmente rilevante per RCS attualmente oggetto del piano di ristrutturazione annunciato;
- non sono state identificate operazioni precedenti che consentissero di applicare il metodo delle transazioni comparabili.

## **6 Lavoro svolto**

Ai fini della predisposizione del presente parere:

- abbiamo esaminato la documentazione e le informazioni elencate nel precedente paragrafo 3;
- abbiamo discusso con la direzione di Cairo Communication circa i criteri adottati dagli Amministratori per determinare il Prezzo di Emissione e il Rapporto di Scambio;

- abbiamo analizzato l'adeguatezza di tali criteri rispetto alla tipologia di operazione proposta, alle informazioni e dati disponibili riguardo alle due società, ai metodi adottati dalla prassi prevalente nell'ambito di operazioni analoghe;
- abbiamo riscontrato la rispondenza dei dati finanziari e di mercato utilizzati dagli Amministratori con le fonti di riferimento;
- abbiamo replicato i calcoli effettuati dagli Amministratori e abbiamo effettuato alcune analisi di sensibilità delle valutazioni proposte al variare dei principali parametri di base.

**7**

### **Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei criteri adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione e del rapporto di scambio**

I nostri commenti principali riguardo ai criteri richiamati nella precedente sezione 4 si possono riassumere come segue:

- ai fini della determinazione del Rapporto di Scambio gli Amministratori hanno privilegiato l'approccio dei valori relativi determinati con metodi omogenei e comparabili, secondo la prassi prevalente per le operazioni, come quella sottostante all'Offerta di rilancio in oggetto, che si regolano mediante scambi azionari;
- nella scelta dei metodi di valutazione gli Amministratori sono stati indirizzati anche dai dati e dalle informazioni disponibili riguardo a RCS, che nel caso di specie sono esclusivamente di natura pubblica o limitata a fonti informative di mercato;
- la scelta di utilizzare Quotazioni di Borsa riferite a intervalli temporali diversi su un periodo complessivo di sei mesi può consentire di attenuare oscillazioni temporanee dei prezzi collegate a fenomeni congiunturali di mercato o eventi di natura non ricorrente; le quotazioni delle società con capitalizzazione media o piccola risentono maggiormente di queste oscillazioni, che dipendono anche dalla liquidità dei titoli;
- la valenza che gli Amministratori hanno attribuito al metodo dei Target Price e al metodo dei Multipli di Borsa, nonché le motivazioni addotte a questo riguardo, risultano adeguate rispetto alla natura empirica e sintetica delle indicazioni di valore ottenibili con questi metodi; riguardo ai prezzi-obiettivo si rileva peraltro che, nel caso di specie, la copertura dei titoli è fornita da un numero molto ridotto di analisti;
- la valorizzazione dei maggiori risultati attesi per RCS considerata in sede di Offerta di rilancio è stata effettuata sulla base di informazioni e parametri di mercato e con modalità complessivamente coerenti con quelle utilizzate per la complessiva quantificazione del Rapporto di Scambio.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione della presente relazione.

**8 Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico**

Relativamente alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue.

Come già rilevato nella precedente sezione 5 gli Amministratori di Cairo Communication non hanno avuto accesso a informazioni e dati previsionali di dettaglio che consentissero loro di predisporre valutazioni finanziarie di tipo analitico riguardo alle azioni RCS e hanno pertanto adottato, in sede di definizione delle condizioni della proposta di Aumento di Capitale, un approccio principalmente basato sulle quotazioni di borsa dei titoli delle due società.

L'approccio adottato non fornisce, se non in maniera sintetica, elementi di collegamento tra i valori sottostanti al Rapporto di Scambio e i dati operativi e finanziari fondamentali dei due gruppi. Questo collegamento risulta particolarmente complesso per RCS in considerazione dei risultati negativi registrati negli ultimi esercizi, del livello di indebitamento complessivo e del processo di ristrutturazione annunciato.

Le considerazioni di cui sopra si applicano anche al metodo utilizzato dagli Amministratori per quantificare la componente incrementale di valore delle azioni RCS sulla base della quale essi hanno determinato la misura massima del Rapporto di Scambio.

**9 Conclusioni**

Sulla base della documentazione esaminata e del lavoro svolto, e tenuto conto della natura e portata del nostro incarico così come descritto nella presente relazione, fermo restando quanto evidenziato nei precedenti paragrafi 7 e 8, riteniamo che i criteri adottati dal Consiglio di Amministrazione siano adeguati, in quanto, nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, ai fini della determinazione del Prezzo di Emissione delle nuove azioni Cairo Communication con riferimento all'Aumento di Capitale.

Milano, 27 giugno 2016

KPMG S.p.A.



Francesco Spadaro  
Socio