

**PARERE SUL VALORE ATTRIBUIBILE ALLA DATA DI RIFERIMENTO DEL 31 DICEMBRE 2015
A N. 521.864.957 AZIONI ORDINARIE DI RCS MEDIAGROUP S.P.A., OGGETTO DI
POSSIBILE CONFERIMENTO NELL'AMBITO DELL'OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO
VOLONTARIA PROMOSSA DA CAIRO COMMUNICATION S.P.A.**

Relazione ai sensi dell'art. 2343-ter del Codice Civile

Prof. Andrea Amaduzzi

*Ordinario di Economia Aziendale
nell'Università degli Studi di Milano Bicocca*

INDICE

1. L'INCARICO RICEVUTO	3
1.1 L'Offerta pubblica di scambio promossa da Cairo Communication S.p.A.....	3
1.2 Motivi dell'Offerta.....	4
1.3 Condizioni dell'Offerta.....	4
1.4 Finalità dell'incarico.....	6
1.5 La documentazione raccolta	7
1.6. Limiti dell'incarico	8
2. OGGETTO, FINALITÀ E CONTESTO DELLA VALUTAZIONE	10
2.1 La configurazione di valore oggetto della stima	11
2.2 Data di riferimento della valutazione.....	13
2.3 Requisiti soggettivi dell'esperto incaricato della valutazione	13
3. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO	15
3.1 Breve descrizione di RCS e del gruppo ad essa facente capo	15
3.2 Principali dati economici, patrimoniali e finanziari del Gruppo RCS alla data di riferimento del 31 dicembre 2015.....	16
3.3 Il Piano 2016-2018.....	21
4. APPROCCIO VALUTATIVO E DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE	23
4.1 I metodi utilizzabili.....	23
4.2 La scelta dell'approccio valutativo.....	24
4.3 Limitazioni e difficoltà della valutazione	26
5. LE QUOTAZIONI DI BORSA	28
6. I TARGET PRICES DEGLI ANALISTI	28
7. I MULTIPLI DI BORSA	29
8. CONCLUSIONI	32

1. L'INCARICO RICEVUTO

1.1 L'Offerta pubblica di scambio promossa da Cairo Communication S.p.A.

In data 8 aprile 2016 il Consiglio di Amministrazione della Società "Cairo Communication S.p.A.", società di diritto italiano, con sede in Milano, via Tucidide 56, codice fiscale, partita IVA e numero d'iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 07449170153 (di seguito "Cairo Communication" o l'"Offerente"), le cui azioni ordinarie sono quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("MTA"), ha comunicato, ai sensi dell'articolo 102, primo comma, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("Testo Unico") e dell'articolo 37 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971/1999 ("Regolamento Emittenti"), di avere assunto la decisione di promuovere un'offerta pubblica di scambio volontaria, ai sensi e per gli effetti degli articoli 102 e 106, comma quarto, del Testo Unico (l'"Offerta"), avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie della società RCS MediaGroup S.p.A., pari a n. 521.864.957 ⁽¹⁾.

RCS MediaGroup S.p.A. è una società di diritto italiano, quotata sul MTA, avente sede legale in Milano, via Angelo Rizzoli 8, codice fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 12086540155 (di seguito "RCS").

Alla data odierna, il capitale sociale di RCS è pari a Euro 475.134.602,10, suddiviso in n. 521.864.957 azioni ordinarie prive dell'indicazione del valore nominale.

Il corrispettivo dell'Offerta è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente, con l'ausilio degli *advisor* finanziari, pari a n. 0,12 (zero virgola dodici) azioni Cairo Communication per ciascuna azione ordinaria RCS apportata all'Offerta (il "Corrispettivo").

Pertanto, ogni circa 8,333 (otto virgola trecento trenta tre) azioni RCS apportate all'Offerta, gli aderenti riceveranno 1 (una) azione Cairo Communication.

Sulla base del prezzo ufficiale delle azioni RCS e delle azioni ordinarie Cairo Communication registrato il 7 aprile 2016, il Corrispettivo esprime una valorizzazione di circa Euro 0,551 per ciascuna azione RCS.

Tale valorizzazione, rettificata per tener conto del pagamento - ove deliberato dall'assemblea dei soci di Cairo Communication convocata per il 27 aprile 2016 - di un dividendo pari a Euro 0,20 per azione, risulta pari a Euro 0,527 (zero virgola cinquecentoventisette) per ciascuna azione RCS apportata all'Offerta.

¹⁾ Si veda: Cairo Communication, comunicato stampa dell'8 aprile 2016, pubblicato sul sito dell'Offerente all'indirizzo <http://www.cairocommunication.it>.

1.2 Motivi dell'Offerta

Come si legge nel comunicato stampa dell'Offerente dell'8 aprile 2016 (il "Comunicato"), *"l'Offerta è finalizzata a creare un grande gruppo editoriale multimediale, dotato di una leadership stabile e indipendente, e a rafforzare il profilo economico-finanziario di RCS accelerandone il processo di ristrutturazione e rilancio.*

Le aree di attività di Cairo Communication e RCS sono fortemente complementari e la loro combinazione consentirebbe di creare un gruppo diversificato che, facendo leva sull'elevata qualità dei propri prodotti editoriali nei settori news, periodici, sport e televisione, possa posizionarsi come operatore di riferimento nel mercato italiano, con una forte presenza internazionale, e sfruttare al meglio le opportunità derivanti dalla convergenza dei media tradizionali sulle piattaforme internet e mobile".

Le linee guida di tale progetto, che potrà essere definito dall'Offerente nel dettaglio solo dopo la positiva conclusione dell'Offerta, sono come di seguito identificate nel Comunicato, al quale si rimanda:

- a) La realizzazione del piano di rilancio di RCS: l'Offerente intende *"realizzare il proprio progetto industriale facendo leva sulla propria esperienza nell'esecuzione di complesse ristrutturazioni aziendali, sulle competenze maturate nella raccolta pubblicitaria e sulla propria capacità di crescita nel settore dei periodici, che gli hanno consentito di mantenere un'elevata profittabilità in un difficile contesto di mercato"*.
- b) La massimizzazione della potenzialità dei prodotti editoriali: Cairo Communication ritiene che *"l'elevata qualità e il carattere fortemente distintivo delle proprie testate, anche televisive, e di quelle editate da RCS costituisca una leva essenziale per consentire una durevole creazione di valore nel settore dei media"*.
- c) Il rafforzamento dell'offerta nelle attività non editoriali: Cairo Communication ritiene di poter *"ulteriormente rafforzare l'offerta di RCS nelle attività non tipicamente editoriali altamente distinte, quali l'organizzazione di eventi sportivi e culturali. Tali attività, oltre ad allargare e diversificare i prodotti e la capacità di generazione di ricavi di RCS, rappresentano uno strumento utile per accrescere il coinvolgimento degli utenti dei prodotti editoriali"*.
- d) Miglioramento del profilo finanziario: l'Offerta dovrebbe consentire agli azionisti di RCS di *"divenire soci di un gruppo con un miglior profilo finanziario, dotato di una maggiore flessibilità operativa e strategica per sostenere il rilancio di RCS e la creazione di valore nel medio termine. Infatti, considerando la posizione finanziaria netta ampiamente positiva di Cairo Communication, gli azionisti RCS che aderiranno all'Offerta diverranno soci di un gruppo che, in termini consolidati, presenterà un indebitamento finanziario netto significativamente ridotto rispetto a RCS, sia in termini assoluti, sia in termini di rapporto di leva"*.

1.3 Condizioni dell'Offerta

L'Offerta è subordinata esclusivamente al verificarsi di ciascuna delle seguenti condizioni:

- (a) che le adesioni all'Offerta siano tali da consentire all'Offerente di conseguire una percentuale del capitale sociale di RCS pari ad almeno il 50% più 1 (una) azione ordinaria.

- (b) L'assunzione, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, da parte delle banche finanziatrici di RCS di cui al contratto di finanziamento del 14 giugno 2013 e che hanno concesso linee di credito affidate a RCS alla data di pagamento del Corrispettivo dell'Offerta (congiuntamente, i "Finanziamenti"), dell'impegno nei confronti di Cairo Communication a:
- i. rinunciare incondizionatamente a qualsivoglia facoltà di richiedere il rimborso anticipato del debito in ragione del cambio di controllo di RCS derivante dal perfezionamento dell'Offerta;
 - ii. fino alla data di approvazione del bilancio relativo all'esercizio che chiuderà al 31 dicembre 2017: (1) non richiedere e/o esigere, e/o presentare domande e/o esercitare azioni per il pagamento e/o il rimborso di alcun importo dovuto da RCS in linea capitale ai sensi dei Finanziamenti, fatto salvo il rimborso anticipato parziale mediante utilizzo delle somme nette incassate quali corrispettivo della cessione di RCS Libri S.p.A.; (2) non dichiarare RCS decaduta dal beneficio del termine, non avvalersi del diritto di revoca o recesso, né richiedere la risoluzione dei Finanziamenti; (3) non presentare alcuna domanda volta a sottoporre RCS a procedure concorsuali; (4) confermare, mantenere in essere e operativa/o, ripristinare e/o non revocare ogni linea di credito, anticipazione e/o affidamento a breve e medio termine previste dai Finanziamenti.
- (c) Al mancato compimento da parte di RCS di atti od operazioni che possano contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'Offerta, ai sensi dell'art. 104 del Testo Unico, anche nel caso in cui i medesimi siano stati autorizzati dall'assemblea ordinaria o straordinaria di RCS.
- (d) Al mancato verificarsi, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo: (i) a livello nazionale e/o internazionale, di eventi o situazioni straordinari comportanti significativi mutamenti nella situazione politica, finanziaria, economica, valutaria o di mercato che abbiano effetti sostanzialmente pregiudizievoli sull'Offerta e/o sulla situazione patrimoniale, economica e finanziaria di RCS e/o delle sue società controllate; o (ii) di fatti o situazioni relativi a RCS e/o alle sue società controllate, non noti al mercato alla data del Documento d'Offerta, comportanti mutamenti sostanzialmente pregiudizievoli sulla situazione patrimoniale, economica o finanziaria di RCS e/o delle sue società controllate.
- (e) All'approvazione incondizionata da parte dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato, ai sensi della Legge n. 287 del 10 ottobre 1990 e da parte dell'Autorità per le Garanzie nelle Comunicazioni, ai sensi del Decreto Legislativo n. 177 del 31 luglio 2005, entro il secondo giorno di borsa aperta antecedente la data di pagamento del Corrispettivo, dell'acquisizione del controllo di diritto di RCS da parte di Cairo Communication.

L'Offerente potrà rinunciare a una o più delle condizioni di efficacia dell'Offerta o modificarle, in

qualsiasi momento, in tutto o in parte, nei limiti e secondo le modalità previste dall'articolo 43 del Regolamento Emittenti.

1.4 Finalità dell'incarico

A seguito della decisione di promuovere l'Offerta, il Consiglio di Amministrazione ("CdA") di Cairo Communication ha convocato per il 12 maggio 2016 l'Assemblea Straordinaria della Società per sottoporre la proposta di aumento del capitale sociale, a pagamento e in via scindibile, da eseguirsi in una o più volte e anche in più *tranches*, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., mediante emissione di massime n. 62.623.795 azioni ordinarie Cairo Communication prive dell'indicazione del valore nominale, aventi godimento regolare e le stesse caratteristiche delle azioni in circolazione alla data di emissione (l'"Aumento di Capitale"), a servizio dell'offerta pubblica di scambio volontaria, sopra meglio descritta, avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie emesse da RCS e, pertanto, da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie RCS apportate all'Offerta.

Il CdA dell'Offerente, come detto, ha identificato il Prezzo di Emissione delle nuove azioni ordinarie di Cairo Communication in Euro 4,39, considerato il rapporto di scambio oggetto del "Corrispettivo", pari a n. 0,12 azioni Cairo Communication per ciascuna azione ordinaria RCS apportata all'Offerta; ne deriva che il valore unitario attribuito alle azioni RCS ai fini dell'Aumento di Capitale è pari a Euro 0,527 (il "Valore Unitario di Conferimento").

Ai fini del riscontro di tale valore, e quindi del rispetto dei principi che sovrintendono la corretta formazione del capitale sociale, il Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication, anche considerando che l'Aumento di Capitale è finalizzato all'acquisizione del controllo di RCS, ha deliberato, ai sensi dell'art. 2440, comma 2, del cod. civ., di avvalersi della disciplina di cui agli articoli 2343-ter, secondo comma lettera b) e 2343-quater del cod. civ..

Tale disciplina, in particolare, consente di non richiedere la perizia giurata di stima dei beni conferiti a opera di un esperto nominato dal Tribunale nel cui circondario ha sede la società conferitaria, qualora il valore attribuito ai beni in natura conferiti ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo sia pari o inferiore al valore risultante da una valutazione, riferita a una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, resa da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità (art. 2343-ter, comma 2, lett. b) cod. civ.).

Inoltre, ai sensi del combinato disposto di cui agli artt. 2343-quater e 2440 del cod. civ., è previsto che gli amministratori della società conferitaria (nel caso di specie, Cairo Communication) rilascino, entro il termine di 30 giorni dall'esecuzione del conferimento ovvero,

se successiva, dalla data di iscrizione nel registro delle imprese della deliberazione di aumento del capitale, una dichiarazione contenente le informazioni di cui alle lettere a), b), c), d) ed e) dell'art. 2343-quater, comma 3, cod. civ., ossia: (a) la descrizione dei beni oggetto di conferimento (nel caso di specie, le azioni RCS) per i quali non si sia fatto luogo alla relazione di cui all'art. 2343, comma 1, del codice civile; (b) il valore attribuito a detti beni, la fonte di tale valutazione e, se del caso, il metodo di valutazione; (c) la dichiarazione che tale valore è almeno pari a quello loro attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo; (d) la dichiarazione che non sono intervenuti, successivamente al periodo di cui all'art. 2343-ter, comma 1, del codice civile o alla data della valutazione di cui alla lett. b) dell'art. 2343-ter, comma 2, del codice civile, fatti eccezionali o rilevanti che abbiano inciso sulla valutazione di cui alla lettera (b) che precede; ed (e) la dichiarazione di idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell'esperto di cui all'art. 2343-ter, secondo comma, lett. b) del cod. civ.. Ai sensi dell'art. 2343-quater, comma 4, del cod. civ., fino a quando la dichiarazione con i contenuti di cui alle lettere (a), (b), (c), (d) ed (e) non sia iscritta nel registro delle imprese, le azioni Cairo Communication di nuova emissione saranno inalienabili e dovranno restare depositate presso la società.

In tale contesto, Cairo Communication ha conferito al sottoscritto Prof. Andrea Angelo Aurelio Amaduzzi, Ordinario di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Milano Bicocca, Dottore commercialista e Revisore contabile, nato a Milano, il 2 gennaio 1969, CF. MDZNRN69A02F205B, l'incarico di esprimere un parere sul valore attribuibile alle azioni ordinarie RCS, oggetto di possibile conferimento in natura a seguito dell'esecuzione dell'Offerta alla data di riferimento del 31 dicembre 2015, anche tenuto conto delle disposizioni dell'art. 2343-ter cod. civ. (l'"Incarico"), oggetto della presente relazione.

1.5 La documentazione raccolta

L'Offerente non dispone di alcuna informazione di natura privata relativa a RCS, pertanto l'Offerta è stata formulata esclusivamente sulla base dell'informazione pubblica disponibile.

Poiché anche lo scrivente non ha accesso a informazioni private relative a RCS la presente valutazione si è dovuta fondare esclusivamente su informazioni pubbliche.

Tale aspetto inevitabilmente caratterizza i contenuti e i risultati del presente parere, per quanto riguarda le scelte metodologiche assunte, i riscontri effettuati ed i risultati ottenuti.

Ai fini dello svolgimento dell'incarico lo scrivente ha acquisito e fatto riferimento ai seguenti documenti pubblicamente disponibili:

- 1) RCS MediaGroup S.p.A., "Relazione Finanziaria Annuale al 31 dicembre 2015" (comprendente il progetto di Bilancio d'esercizio e il Bilancio Consolidato al 31 dicembre

- 2015, con la relativa Relazione degli Amministratori sulla gestione e le prescritte Attestazioni), approvata dal Consiglio di Amministrazione di RCS in data 22 marzo 2016, disponibile sul sito internet di RCS (www.rcsmediagroup.it) nonché sul sito internet di Borsa Italiana (www.borsaitaliana.it) (di seguito la “Relazione Finanziaria” o la “Relazione Finanziaria Annuale”);
- 2) Relazione della società di revisione indipendente KPMG ai sensi degli artt. 14 e 16 del D.Lgs 27 gennaio 2010, n. 39, sul bilancio consolidato e sul bilancio d’esercizio di RCS del 6 aprile 2016, disponibili sul sito internet di RCS e di Borsa Italiana;
 - 3) Relazione del Collegio Sindacale di RCS all’Assemblea degli Azionisti del 28 aprile 2016 ai sensi dell’art. 153, D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, disponibile sul sito internet di RCS;
 - 4) RCS MediaGroup S.p.A., “FY 2015 Results”, Milano 22 marzo 2016, disponibile sul sito internet di RCS;
 - 5) RCS MediaGroup S.p.A., “Business Plan 2016-2018”, datato 21 dicembre 2015, sempre pubblicamente disponibile sul sito internet di RCS (di seguito il “Piano 2016-2018”);
 - 6) Ogni altra comunicazione, informazione e documentazione, alla data odierna, pubblicamente disponibile sul sito internet di RCS.

Lo scrivente ha raccolto altra informazione di natura pubblica accedendo alle banche dati FactSet e Bloomberg.

1.6. Limiti dell’incarico

L’Incarico e i risultati conseguiti dal suo svolgimento sono sottoposti, oltre ai limiti precedentemente evidenziati, alle seguenti ulteriori limitazioni.

I documenti e le informazioni utilizzati ai fini dello svolgimento dell’incarico non hanno costituito oggetto di verifiche, controlli, revisioni e/o attestazioni da parte nostra coerentemente con il mandato ricevuto e la natura della documentazione a disposizione. Nel corso dell’analisi e nella preparazione dei commenti e conclusioni, si è assunto e si è fatto affidamento sulla correttezza, completezza, accuratezza e ragionevolezza di tutte le informazioni e le assunzioni economico-finanziarie e di altra natura che sono a nostra disposizione. I documenti e le informazioni utilizzate per l’applicazione delle metodologie di valutazione più oltre descritte sono state analizzate esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva e non è stata svolta alcuna autonoma verifica su tali informazioni. Non sono state svolte, in particolare, procedure autonome di revisione contabile sui dati di bilancio della Società oggetto di valutazione, né verifiche o accertamenti circa l’eventuale sussistenza di passività potenziali di natura fiscale, contrattuale e previdenziale, o legate a rischi di qualsiasi tipologia non riportate nella situazione patrimoniale di riferimento.

Nessuna dichiarazione espressa o implicita, né alcuna garanzia relativa all'accuratezza e alla completezza delle informazioni contenute nella relazione è da noi resa e nulla di quanto contenuto nella relazione è, o potrà essere, ritenuto una promessa o un'indicazione sui risultati futuri della società oggetto di valutazione.

Ai fini dello svolgimento del processo valutativo si è fatto affidamento anche a dati di natura previsionale stimati in relazione all'evoluzione economico-finanziaria per il periodo 2016-2018 (di seguito "dati di piano"), contenuti nel Piano 2016-2018 di RCS, predisposti e comunicati dalla società, presupponendo il verificarsi delle assunzioni ed il raggiungimento degli obiettivi prospettici. Le proiezioni economiche e finanziarie, incerte e variabili per natura, riflettono le future strategie della società. La presente relazione non include esplicite od implicite dichiarazioni né garanzie circa le modalità di svolgimento e di implementazione delle suddette strategie e/o il raggiungimento dei risultati futuri.

Eventi attualmente non prevedibili e/o non a nostra conoscenza relativi tra l'altro alle assunzioni del Piano 2016-2018 potrebbero avere un impatto anche significativo sui dati presentati. La nostra stima è pertanto resa sulla base delle informazioni disponibili alla data della presente relazione.

Si evidenzia che aggiornamenti o revisioni alle assunzioni e alle proiezioni, successivi alla data di riferimento della valutazione, potrebbero influenzare anche significativamente le stime di valore di seguito riportate. Qualsiasi valutazione di RCS effettuata in passato o eventuali stime future di valore potrebbero quindi risultare divergenti e difficilmente confrontabili con le stime del presente incarico.

Il contenuto della relazione va interpretato come stima di azioni quotate, costituenti l'intero capitale sociale di RCS, basata su ipotesi e criteri valutativi generalmente accettati e da noi applicati nella fattispecie attraverso le metodologie di valutazione ritenute più appropriate, nel rispetto dell'Incarico ricevuto.

Resta inteso che la presente relazione non potrà in nessun caso essere utilizzata, in tutto o in parte, per finalità differenti da quelle specificate dal suddetto Incarico.

Coerentemente all'Incarico ricevuto, e sulla base di quanto precede, la presente stima costituisce un parere indipendente circa il valore attribuibile a n. 521.864.957 azioni ordinarie di RCS alla data di riferimento del 31 dicembre 2015 per le finalità meglio precisate.

Restano quindi nella piena autonomia e responsabilità di qualsiasi soggetto dovesse fare riferimento alla presente stima, qualsiasi scelta o decisione derivante dai risultati in essa riportati.

2. OGGETTO, FINALITÀ E CONTESTO DELLA VALUTAZIONE

Come chiarito in letteratura dalla dottrina aziendalistica, le valutazioni economiche si distinguono per l'oggetto, le finalità e il contesto nel quale si collocano (2).

Nel caso in esame i singoli aspetti possono essere come di seguito identificati.

- a) L'oggetto della presente valutazione, come detto, sono n. 521.864.957 azioni ordinarie RCS, prive dell'indicazione del valore nominale, oggetto dell'Offerta e costituenti, alla data odierna, l'intero capitale sociale di RCS. Ciò significa che:
- 1) l'unità di valutazione è rappresentata da un numero di azioni che, complessivamente considerate, costituiscono l'intero capitale sociale di RCS e non dalla singola azione;
 - 2) La prospettiva da adottare nella valutazione coincide con quella di un soggetto che acquisisca il totale delle azioni ordinarie di RCS. La suddetta prospettiva deve considerare la società oggetto di valutazione in funzionamento *stand alone*, prescindendo pertanto da specifiche sinergie realizzabili da un determinato acquirente attraverso una possibile integrazione, ma comunque tenendo conto del valore ad essa attribuibile da un "operatore di mercato" (definito anche "partecipante al mercato" ³) in ipotesi di acquisizione.
- b) In base all'incarico ricevuto, la finalità della valutazione è l'espressione di un autonomo parere avuto riguardo alle disposizioni dell'art. 2343-ter cod. civ., e quindi volto a verificare che il valore dell'oggetto del conferimento non sia inferiore a quello ad esso attribuito ai fini dell'aumento del capitale, comprensivo di sovrapprezzo. Scopo della stima è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificialmente incrementato. Pertanto la stima deve essere ispirata a principi di prudenza. Va tuttavia considerata anche la sostanza economica dell'Offerta, che rappresenta un'acquisizione della totalità delle azioni di RCS. In letteratura è noto che: "*Quando il conferimento ha per beneficiaria una società preesistente, il carattere prudenziale della valutazione deve essere temperato con l'equilibrio fra le posizioni delle parti*" (4), nel senso che il conferimento avviene al prezzo offerto dall'acquirente, prezzo che deve rappresentare un'adeguata contropartita per i soggetti potenziali conferenti (nel caso in esame, gli azionisti RCS) pena la non adesione all'offerta. Pertanto se è generalmente accettato che le stime ai fini di conferimento debbano essere composte con prudenza badando soprattutto all'accertamento dei valori in atto e limitando il riconoscimento di componenti di valore potenziale, occorre altresì considerare

2) Si veda: L. GUATRI, V. UCKMAR, "*Linee Guida per le valutazioni economiche. Un contributo alla società italiana e alla giustizia in sede civile, penale e fiscale*", Egea, Milano, 2009 (di seguito "Linee Guida"), pagg. 29 e segg. Il volume recepisce il lavoro di una Commissione e di un Gruppo di ricerca composto da Accademici ed Esperti professionali. Lo scrivente è stato membro accademico della Commissione.

3) Il concetto di "operatore di mercato" (o "partecipante al mercato") è definito sia nell'ambito dei principi contabili internazionali IAS/IFRS (si veda in particolare IFRS 13 *Fair Value Measurement*, "Definizioni"), sia nei differenti *standards* di valutazione proposti nella realtà internazionale (si veda per tutti: IVS - *International Valuation Standards*, "Framework", 2013, § 18-19).

4) Si veda: L. GUATRI, V. UCKMAR, "*Linee Guida*", pag. 90.

che nel caso di offerte pubbliche di scambio la prudenza deve tenere conto che il conferimento avviene solo se il prezzo è giudicato conveniente da entrambe le parti (offerente/conferitaria e azionisti/conferenti). Pertanto la prudenza deve essere intesa come la verifica che il prezzo riconosciuto nell'Offerta sia un prezzo recuperabile, sulla base delle informazioni disponibili e secondo aspettative ragionevolmente condivisibili, a prescindere dai benefici specifici che potranno risultare dall'integrazione.

In altre parole, la prudenza in questo caso consiste proprio nell'escludere i benefici che la conferitaria potrà realizzare a seguito dell'integrazione, limitandosi a verificare che il prezzo in parola (che corrisponde al valore di conferimento) esprima un probabile valore recuperabile per un qualsiasi altro "partecipante al mercato", che acquisisse, nel caso in esame, la totalità delle azioni di RCS.

- c) Il contesto della valutazione, infine, è definito dai termini e dai contenuti dell'Offerta pubblica di scambio volontaria promossa da Cairo Communication sulla totalità delle azioni ordinarie di RCS MediaGroup S.p.A., in data 8 aprile 2016, precedentemente già richiamati.

E' qui inoltre opportuno precisare ed evidenziare che:

- 1) la presente relazione di stima non è finalizzata ad esprimere:
 - alcun giudizio sul valore delle azioni di Cairo Communication;
 - alcun giudizio sulla congruità del "Corrispettivo";
 - alcun giudizio sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni di Cairo Communication;
 - alcuna raccomandazione ad aderire o meno all'Offerta promossa da Cairo Communication.
- 2) La presente relazione di stima non può essere utilizzata per finalità diverse da quelle che hanno motivato l'Incarico che è stato affidato allo scrivente.
- 3) I risultati della presente relazione non possono essere considerati in forma parziale, ovvero enucleati dalla presente relazione, il cui scopo è quello di fornire, anche tenuto conto delle previsioni dell'art. 2343-ter del codice civile, la stima del valore di n. 521.864.957 azioni ordinarie costituenti l'intero capitale sociale di RCS, oggetto dell'Offerta.
- 4) I risultati ottenuti e le conclusioni raggiunte nella presente relazione risultano in ogni caso subordinati al contesto valutativo di riferimento e non possono essere in nessun caso utilizzati per finalità differenti.

2.1 La configurazione di valore oggetto della stima

La teoria economica e la prassi professionale indicano l'esistenza di configurazioni diverse del valore (di un bene materiale o immateriale, di un complesso di beni, di un'azienda). Le diverse

figure sono peraltro generalmente riconciliabili, una volta chiariti gli elementi differenziali che le distinguono ⁽⁵⁾.

Esistono alcune nozioni generali che è utile richiamare:

1. un valore oggettivo scaturisce da condizioni di utilità stabilmente riconoscibili da qualsiasi investitore. Un valore soggettivo discende invece da condizioni particolari, tipicamente riconducibili alla sfera di utilità di uno specifico operatore;
2. un valore intrinseco, o fondamentale, è frutto di applicazione della razionalità economica nell'apprezzamento delle condizioni di base che lo giustificano. Un valore empirico deriva dall'analisi razionale della realtà di mercato in concreto osservata e presumibilmente osservabile in futuro, che talora può essere spiegata solo in termini generici;
3. un prezzo è un dato contingente, che può non avere alcun collegamento con un valore comunque configurato.

Dati questi concetti generali, nel caso in esame la finalità e il contesto della valutazione condizionano la scelta della "configurazione di valore" di riferimento.

La configurazione di valore è definita dall'articolo 2343-ter del codice civile. Al riguardo è utile considerare il dettato dei primi due commi dell'articolo, che per comodità di lettura si riportano di seguito, e che così recitano:

"Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento.

Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore:

- a) al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero*
- b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente da chi effettua il conferimento, dalla società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla società medesima, dotato di adeguata e comprovata professionalità."*

⁵⁾ Si veda: L. GUATRI, V. UCKMAR, "Linee Guida", pag. 31 e segg.

Dal dettato dell'articolo si desume che la configurazione di valore di riferimento è: il *fair value* dei principi contabili ovvero il valore di stima, che, per coerenza, non può essere significativamente diverso dal "valore di mercato" dei beni oggetto di conferimento (nel nostro caso n. 521.864.957 azioni ordinarie di RCS), considerati separatamente rispetto alla conferitaria (ovvero in una prospettiva *stand alone*).

Rispetto ai concetti generali sopra richiamati, la configurazione di valore di riferimento è quindi un "valore oggettivo", determinabile quale valore normale di mercato.

Il valore di mercato o "valore di scambio", sempre secondo la dottrina ⁽⁶⁾, fa riferimento a prezzi fatti (e fattibili in futuro) attraverso l'incontro della domanda e dell'offerta di beni omogenei trattati in modo sufficientemente continuo. Presuppone la presenza di condizioni ordinate di mercato e un confronto fra operatori indipendenti e adeguatamente informati. Il profilo di liquidità del bene, cioè la sua attitudine ad essere prontamente realizzato senza subire significativi scarti di prezzo, influenza notevolmente tale valore. In mancanza delle predette condizioni, si suole fare riferimento a valutazioni analogiche o comparative di mercato (ad esempio per gli immobili, le obbligazioni non quotate, le stesse aziende oggetto di stime relative) basate su prezzi fatti (e ritenuti fattibili) per entità confrontabili ⁽⁷⁾.

2.2 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della presente valutazione è il 31 dicembre 2015, data di riferimento della Relazione Finanziaria di RCS disponibile.

2.3 Requisiti soggettivi dell'esperto incaricato della valutazione

L'incarico conferito prevede la necessità di fare riferimento nella formulazione del parere alle disposizioni dell'art. 2343-ter del codice civile, che, tra l'altro, richiedono specifici requisiti soggettivi richiesti al soggetto incaricato della valutazione. Essi riguardano: l'esperienza, l'adeguata e comprovata professionalità e l'indipendenza.

Al riguardo lo scrivente:

- è Professore Ordinario di Economia Aziendale nell'Università degli Studi di Milano Bicocca. Titolare del corso di "Analisi strategica e valutazione finanziaria d'azienda", nel corso di Laurea Magistrale in "Scienze Economico aziendali";

⁶⁾ Si veda sempre: L. GUATRI, V. UCKMAR, "Linee Guida", pag. 31 e segg.

⁷⁾ Con alcune specifiche declinazioni la suddetta definizione è allineata a quella diffusa nella letteratura internazionale di "*fair value*", di "*fair market value*" o semplicemente di "*market value*".

- ha pubblicato diversi studi sulle valutazioni d'azienda e ha svolto attività di consulenza in materia, sia per committenti privati, sia nell'ambito di contenziosi tributari e civili, sia per il Tribunale;
- è iscritto, dal 1996, all'Albo dei Dottori Commercialisti di Milano;
- è iscritto nel Registro dei Revisori Legali;
- partecipa al Gruppo di Lavoro sulla "Valutazione d'azienda" della Società Italiana dei Docenti di Ragioneria e di Economia Aziendale (SIDREA);
- è membro del Comitato di Direzione della rivista "La valutazione delle aziende".

Il sottoscritto dichiara altresì di essere indipendente dai soggetti indicati all'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del codice civile.

3. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO

Come precedentemente chiarito oggetto della stima sono la totalità delle azioni ordinarie della società RCS MediaGroup S.p.A. (“RCS”), pari a n. 521.864.957 azioni ordinarie prive dell’indicazione del valore nominale.

3.1 Breve descrizione di RCS e del gruppo ad essa facente capo

RCS è una società con azioni quotate sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. (“MTA”) ed è a capo di uno dei principali gruppi editoriali italiani (il “Gruppo RCS”).

Il Gruppo RCS è attivo in Italia e in Spagna nei principali settori dell’editoria e nel mercato della raccolta pubblicitaria ⁽⁸⁾.

In particolare, in Italia il Gruppo RCS edita il *Corriere della Sera* e *La Gazzetta dello Sport*, testate leader tra i quotidiani nazionali e sportivi, oltre a numerosi *magazines* settimanali e mensili, tra cui *Amica*, *Living*, *Style Magazine*, *Dove*, *Oggi*, *Io Donna*, *Sportweek*, *Sette* e *Abitare*. In Spagna, il Gruppo RCS è attivo nel settore dei *media*, con il gruppo Unidad Editorial, che pubblica il secondo quotidiano nazionale *El Mundo*, la testata *Marca*, leader nell’informazione sportiva, ed *Expansion*, leader nell’informazione economica, oltre a numerosi *magazines*, tra cui *Telva*, *Marca Motor*, *Actualidad Económica*, *Historia*, *Siete Leguas*.

Il Gruppo è presente anche nella comunicazione multimediale dedicata alla prima infanzia con il Gruppo Sfera, presente sia in Italia sia all’estero, più precisamente in Spagna, Messico e Francia, dove è attivo con numerose iniziative, tra le quali l’e-commerce e le fiere dedicate al settore.

Il Gruppo RCS organizza attraverso RCS Sport eventi sportivi di significativa rilevanza, tra cui il *Giro d’Italia*, il *Dubai Tour*, la *Milano City Marathon* e la *Color Run*, e si propone come *partner* per l’ideazione e l’organizzazione di eventi attraverso l’agenzia RCS Live.

In Spagna, con *Last Lap* è un punto di riferimento nell’organizzazione di eventi di massa.

Sempre in ambito sportivo il Gruppo è presente nel settore delle scommesse on-line su calcio e sport, in Italia attraverso il portale *GazzaBet* e in Spagna attraverso il sito *Marca Apuestas*.

In Italia RCS è, inoltre, attiva nel settore televisivo, attraverso la controllata Digicast S.p.A., con i canali satellitari *Lei*, *Dove*, *Caccia & Pesca* e attraverso le *web tv* del *Corriere della Sera* e de *La Gazzetta dello Sport*. In Spagna, è presente con la prima radio sportiva nazionale, *Radio Marca*, con la *web tv* di *El Mundo*.

⁸⁾ Le informazioni di seguito riportate sono desunte dalla “Relazione Finanziaria Annuale” di RCS al 31 dicembre 2015 (la “Relazione Finanziaria Annuale”).

RCS è, infine, attiva nel mercato della raccolta pubblicitaria in Italia e Spagna, ove, oltre a raccogliere pubblicità per le testate del Gruppo RCS, cura attualmente la raccolta pubblicitaria nazionale per il gruppo Monrif e per il Gruppo Itedi, nonché per alcuni editori del sud Italia.

Il Gruppo è presente nel *marketing* cosiddetto *below the line* tramite RCS Numix, agenzia creativa che comprende diverse linee di *business* a supporto dei clienti pubblicitari. Infine è stata costituita, insieme ad altri operatori del settore Gold 5, la nuova concessionaria di video *display advertising*.

RCS detiene inoltre una partecipazione in *m-dis Distribuzione Media S.p.A.* ed in *Corporación Bermont* società *leader* rispettivamente nella distribuzione su canale edicola in Italia, e nella stampa dei quotidiani in Spagna.

Per quanto riguarda la partecipazione detenuta in RCS Libri S.p.A., con le sottostanti partecipazioni (cd. "Gruppo RCS Libri") in data 4 ottobre 2015 è stato sottoscritto un contratto di cessione ad Arnoldo Mondadori Editore S.p.A. perfezionatosi, una volta ottenuta l'approvazione delle competenti autorità regolatorie, in data 14 aprile 2016, come da comunicato stampa in medesima data ⁽⁹⁾.

Il suddetto comunicato stampa di RCS riporta tra l'altro che: *"Il prezzo dell'operazione, che recepisce alcuni aggiustamenti contrattualmente previsti, ad eccezione di quanto segue, è pari a 127,1 milioni di Euro. Eventuali meccanismi di aggiustamento del prezzo, pari a massimi +/- 5 milioni di Euro sulla base di predeterminati obiettivi economici legati ai risultati 2015 di RCS Libri, verranno determinati e comunicati nelle prossime settimane secondo quanto previsto dagli accordi contrattuali. E' previsto inoltre un earn-out in favore di RCS MediaGroup fino a 2,5 milioni al verificarsi di talune condizioni riferite ai risultati aggregati 2017 delle relative attività librerie.*

Si segnala che al 31 marzo 2016 l'Area Libri oggetto della cessione evidenziava una disponibilità finanziaria netta pari a circa 29 milioni di Euro, ridotta nel corso del mese di aprile per l'esborso pari a circa 9 milioni relativo all'acquisto del 43,71% di Marsilio Editori S.p.A., nonché per l'assorbimento operativo del circolante. Pertanto al closing la posizione finanziaria netta della Area Libri è stimata positiva nell'ordine di 16 milioni di Euro".

3.2 Principali dati economici, patrimoniali e finanziari del Gruppo RCS alla data di riferimento del 31 dicembre 2015

I principali risultati economici e finanziari del Gruppo RCS per l'esercizio 2015 così come desumibili dalla Relazione Finanziaria Annuale approvata dal Consiglio di Amministrazione di RCS in data 22 marzo 2016, e diffusa al pubblico in data 6 aprile 2016, sono come di seguito riassumibili ⁽¹⁰⁾.

⁹⁾ Si veda: RCS, comunicato stampa del 14 aprile 2016.

¹⁰⁾ Si veda anche: RCS, comunicato stampa del 22 marzo 2016.

1. Ricavi consolidati pari a 1.032,2 milioni di Euro (1.065,1 al 31.12.2014);
2. Ebitda ante oneri e proventi non ricorrenti, positivo per 71,8 milioni di Euro (60,7 al 31.12.2014);
3. Ebitda post oneri e proventi non ricorrenti, pari a 16,4 milioni di Euro (27,9 al 31.12.2014);
4. Indebitamento finanziario netto pari a 487 milioni di Euro;
5. Risultato netto negativo per 175,7 milioni di Euro (110,8 al 31.12.2014).

La situazione patrimoniale a livello consolidato del Gruppo RCS, sempre desumibile dalla suddetta documentazione, è di seguito riportata.

(in milioni di euro)	Note di rinvio agli schemi di bilancio (2)	31 Dicembre 2015	%	31 Dicembre 2014	%
Immobilizzazioni Immateriali	XVI	416,0	70,3	508,8	67,3
Immobilizzazioni Materiali	XVII	102,4	17,3	118,7	15,7
Investimenti Immobiliari	XVIII	21,5	3,6	24,9	3,3
Immobilizzazioni Finanziarie	XIX	205,1	34,7	225,8	29,9
Attivo Immobilizzato Netto		745,0	125,9	878,2	116,2
Rimanenze	XX	21,4	3,6	78,8	10,4
Crediti commerciali	XXI	282,0	47,6	392,6	52,0
Debiti commerciali	XXII	(284,2)	(48,0)	(395,2)	(52,3)
Altre attività/passività	XXIII	(83,4)	(14,1)	(22,8)	(3,0)
Capitale d'Esercizio		(64,3)	(10,8)	53,4	7,1
Fondi per rischi e oneri	XXIV	(57,7)	(9,7)	(83,7)	(11,1)
Passività per imposte differite	XXV	(57,9)	(9,8)	(75,6)	(10,0)
Benefici relativi al personale	XXVI	(40,1)	(6,8)	(53,7)	(7,1)
Capitale Investito Netto Operativo		525,1	88,7	718,6	95,1
CIN attività destinate alla dismissione	XXVII	66,8	11,3	36,9	4,9
Capitale investito netto		591,9	100,0	755,5	100,0
Patrimonio netto	XXVIII	105,2	17,8	273,0	36,1
Debiti finanziari a medio lungo termine	XXIX	15,6	2,6	393,8	52,1
Debiti finanziari a breve termine	XXX	517,7	87,5	97,7	12,9
Passività finanziarie non correnti per strumenti derivati	XXXI	11,0	1,9	16,5	2,2
Attività finanziarie non correnti per strumenti derivati	XXXII	-	-	-	-
Disponibilità e crediti finanziari a breve termine	XXXIII	(13,4)	(2,3)	(25,5)	(3,4)
Indebitamento finanziario netto delle attività destinate a continuare		530,9	89,7	482,5	63,9
Indebitamento finanziario netto (disponibilità) delle attività destinate alla dismissione (1)		(44,2)	(7,5)	-	-
Indebitamento finanziario netto complessivo (1)		486,7	82,2	482,5	63,9
Totale fonti di finanziamento		591,9	100,0	755,5	100,0

(1) Indicatore della struttura finanziaria determinato quale risultante dei debiti finanziari correnti e non correnti al netto delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti nonché delle attività finanziarie correnti e delle attività finanziarie non correnti relative agli strumenti derivati. La posizione finanziaria netta definita dalla comunicazione CONSOB DEM/6064293 del 28 luglio 2006 esclude le attività finanziarie non correnti. Le attività finanziarie non correnti relative agli strumenti derivati al 31 dicembre 2015 e al 31 dicembre 2014 sono pari a zero e pertanto l'indicatore finanziario di RCS al 31 dicembre 2015 e al 31 dicembre 2014, coincide con la posizione finanziaria netta così come definita dalla sopra citata comunicazione CONSOB.

(2) Tali note rinviano al prospetto di stato patrimoniale consolidato.

Fonte: RCS, Relazione Finanziaria Annuale, pag. 24.

Per un dettaglio delle singole voci si rimanda alla suddetta Relazione Finanziaria Annuale al 31 dicembre 2015, pubblicata sul sito di RCS e di Borsa Italiana ("Relazione Finanziaria Annuale").

L'Indebitamento Finanziario Netto Complessivo (o Posizione Finanziaria Netta "PFN") al 31 dicembre 2015 è negativo per 486,7 milioni (negativo per 530,9 milioni con riferimento alle attività destinate a continuare), come da tabella di seguito riportata.

a) La posizione finanziaria netta del Gruppo RCS e della Società cui fa capo con l'evidenziazione delle componenti a breve separatamente da quelle a medio lungo termine

(in milioni di euro)	Valore contabile		Variazione
	31/12/2015	31/12/2014	
Attività finanziarie non correnti per strumenti derivati	-	-	-
TO TALE ATTIVITA' FINANZIARIE NON CORRENTI	-	-	-
Titoli	-	-	-
Crediti finanziari	3,6	11,8	(8,2)
Attività finanziarie correnti per strumenti derivati	-	-	-
Crediti e attività finanziarie correnti	3,6	11,8	(8,2)
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	9,8	13,7	(3,9)
TO TALE ATTIVITA' FINANZIARIE CORRENTI	13,4	25,5	(12,1)
Debiti e passività non correnti finanziarie	(15,6)	(393,8)	378,2
Passività finanziarie non correnti per strumenti derivati	(11,0)	(16,5)	5,5
TO TALE PASSIVITA' FINANZIARIE NON CORRENTI	(26,6)	(410,3)	383,7
Debiti e passività correnti finanziarie	(517,7)	(97,7)	(420,0)
Passività finanziarie correnti per strumenti derivati	-	-	-
TO TALE PASSIVITA' FINANZIARIE CORRENTI	(517,7)	(97,7)	(420,0)
Indebitamento finanziaria netto delle attività destinate a continuare (1)	(530,9)	(482,5)	(48,4)
Disponibilità (Indebitamento) finanziarie nette delle attività destinate alla dismissione	44,2		44,2
Indebitamento Finanziario Netto Complessivo (1)	(486,7)	(482,5)	(4,2)

(1) Indicatore della struttura finanziaria determinato quale risultante dei debiti finanziari correnti e non correnti al netto delle disponibilità liquide e mezzi equivalenti nonché delle attività finanziarie correnti e delle attività finanziarie non correnti relative agli strumenti derivati. La posizione finanziaria netta definita dalla comunicazione CONSOB DEM/6064293 del 28 luglio 2006 esclude le attività finanziarie non correnti. Le attività finanziarie non correnti relative agli strumenti derivati al 31 dicembre 2015 e al 31 dicembre 2014 sono pari a zero e pertanto l'indicatore finanziario di RCS al 31 dicembre 2015 e al 31 dicembre 2014, coincide con la posizione finanziaria netta così come definita dalla sopra citata comunicazione CONSOB.

Fonte: RCS, *Relazione Finanziaria Annuale*, pag. 74.

In particolare i saldi afferenti il Gruppo RCS Libri al 31 dicembre 2015 sono classificati come attività /passività destinate alla dismissione, mentre al 31 dicembre 2014 non essendo il Gruppo RCS Libri ancora destinato alla dismissione sono classificati nelle singole linee dell'indebitamento, rendendo il confronto linea per linea non omogeneo. Inoltre i rapporti tra società del Gruppo RCS e società del Gruppo RCS Libri, elisi nel 2014 in quanto intragruppo, sono mantenuti in essere nel 2015 nella misura in cui il perfezionamento della cessione li confermerà di nuovo, ma come rapporti verso terzi.

In merito all'indebitamento del Gruppo, nella nota "Base per la preparazione – adozione del presupposto della continuità aziendale nella relazione del bilancio" (nota n. 4 del progetto di Bilancio d'esercizio e n. 6 del progetto di Bilancio consolidato ¹¹⁾ gli Amministratori riportano le proprie considerazioni in merito agli eventi e alle circostanze che indicano l'esistenza di una rilevante incertezza che può far sorgere dubbi significativi sulla continuità aziendale di RCS e del Gruppo RCS. Nella medesima nota sono peraltro illustrate le iniziative intraprese dagli Amministratori, nonché le ragioni in base alle quali gli stessi hanno ritenuto di continuare ad adottare il presupposto della continuità aziendale nella predisposizione del bilancio d'esercizio e consolidato.

¹¹⁾ Si veda, rispettivamente: RCS, *Relazione Finanziaria Annuale*, pagg. 195 e segg. e pagg. 97 e segg.

Nelle suddette note, alle quali qui si rimanda, si legge in particolare che:

“Tutto ciò premesso, si segnala la presenza di una significativa incertezza in relazione al mancato raggiungimento, allo stato, di un accordo con le Banche Finanziatrici riguardo a:

- il mancato rispetto degli impegni finanziari al 31 dicembre 2015;*
- nuovi termini e condizioni del Contratto di Finanziamento.*

Pur considerando la rilevante incertezza sopra descritta che può far sorgere dubbi significativi sulla capacità del Gruppo di continuare ad operare sulla base del presupposto della continuità aziendale, gli Amministratori tenuto conto delle iniziative in corso ed in particolare:

- (a) del tavolo negoziale in essere con le Banche Finanziatrici allo scopo di definire una bozza di Term Sheet che preveda una estensione delle scadenze delle linee in essere, coerente con i risultati attesi dall'implementazione del Piano 2016 -2018, ed una generale ridefinizione dei principali termini e condizioni del Contratto di Finanziamento;*
- (b) del prossimo introito dei proventi netti della cessione di RCS Libri S.p.A. (sulla base di un prezzo concordato di 127,5 milioni di euro, come descritto nella nota 27), il cui closing è previsto entro il mese di aprile 2016; e*
- (c) dell'approvazione da parte dell'Assemblea del 16 dicembre 2015 della Delega 2015 per un importo di 200 milioni di Euro da esercitarsi entro il 30 giugno 2017,*

ritengono ragionevole l'aspettativa che il Gruppo possa disporre di adeguate risorse finanziarie per continuare l'esistenza operativa in un prevedibile futuro e, pertanto, hanno adottato il presupposto della continuità aziendale per la redazione della Relazione Finanziaria Annuale al 31 dicembre 2015.” ⁽¹²⁾

Ai fini della presente relazione, le sopra riportate considerazioni devono essere tuttavia ulteriormente qualificate nell'ambito del contesto valutativo di riferimento in generale e dei contenuti dell'Offerta in particolare.

Ciò con particolare riguardo ai motivi dell'Offerta, così come comunicati in data 8 aprile 2016, e alle condizioni poste all'Offerta stessa.

* * *

Infine, sempre rimandando alla Relazione Finanziaria Annuale, la situazione patrimoniale della capogruppo RCS è di seguito riportata.

¹²⁾ Si veda: RCS, *Relazione Finanziaria Annuale*, pagg. 101-102 e 200. Inoltre, nella Relazione del Collegio Sindacale all'Assemblea degli Azionisti ai sensi dell'art. 153 D. Lgs. 24 febbraio 1998 n. 58, resa disponibile dalla società in data 6 aprile 2016, alla quale si rimanda, al riguardo tra l'altro si legge che: *“Il Collegio, avendo monitorato nel continuo l'evolversi della situazione finanziaria aziendale nel corso dell'esercizio 2015 e nei primi mesi del 2016, non ha rilievi da formulare riguardo a tale giudizio e alla completezza delle informazioni fornite in merito”* (cfr. pag. 5).

Prospetto della Situazione Patrimoniale Finanziaria (^)

(Valori in Euro)	Note	31 dicembre 2015	31 dicembre 2014
ATTIVITA'			
XIV Immobili, impianti e macchinari	27	62.552.698	69.201.964
XVI Investimenti immobiliari	28	2.270.000	3.500.000
XV Attività immateriali	29	55.646.594	57.999.479
XVII Partecipazioni valutate al costo	30	1.132.815.246	1.227.617.169
- di cui verso parti correlate	B	1.028.824	1.227.617.169
XVII Attività finanziarie disponibili per la vendita	31	4.736.839	4.265.839
XXVII Attività finanziarie per strumenti derivati	37	-	25
- di cui verso parti correlate	B	-	25
XVII Crediti finanziari non correnti	32	2.994.822	3.043.607
- di cui verso parti correlate	B	68.199	68.199
XVII Altre attività non correnti	33	13.241.556	15.776.407
XVII Attività per imposte anticipate	24	66.072.097	69.202.927
Totale attività non correnti		1.340.329.852	1.450.607.417
XVIII Rimanenze	34	13.456.553	12.684.498
XIX Crediti commerciali	35	198.536.451	230.462.955
- di cui verso parti correlate	B	38.378.267	52.574.143
XXI Crediti diversi e altre attività correnti	36	33.611.925	35.313.621
- di cui verso parti correlate	B	240.332	262.656
XXI Attività per imposte correnti	24	10.100.832	9.191.341
- di cui verso parti correlate	B	167.1631	2.803.258
XXVII Crediti finanziari correnti	37	51.909.556	47.866.551
- di cui verso parti correlate	B	5.969.392	47.866.551
XXVII Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	37	2.261.933	709.229
Totale attività correnti		309.877.250	336.228.195
XXV Attività non correnti destinate alla dismissione	39	127.500.000	36.850.000
- di cui verso parti correlate	B	27.500.000	37.500.000
TOTALE ATTIVITA'		1.777.707.102	1.823.685.612
PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO			
XXVI Capitale sociale	39	475.134.602	475.134.602
XXVI Riserve	39	123.302.027	118.646.973
XXVI Azioni proprie	39	(27.150.528)	(27.150.528)
XXVI Utili (perdite) portati a nuovo	39	(161.092.273)	(43.703.707)
XXVI Utile (perdita) dell'esercizio	39	(49.654.568)	(117.570.193)
Totale patrimonio netto		360.539.260	405.357.147
XXVII Debiti finanziari non correnti	37	7.072.387	380.830.604
- di cui verso parti correlate	B	-	60.928.202
XXVII Passività finanziarie per strumenti derivati	37	11.010.534	16.563.132
- di cui verso parti correlate	B	10.020.509	15.073.840
XXII Benefici relativi al personale	40	33.596.400	41.925.575
XXIII Fondi per rischi e oneri	41	11.598.150	16.798.586
XXIV Passività per imposte differite	24	747.136	913.382
XXI Debiti diversi e altre passività non correnti	42	4.473.975	2.191.695
- di cui verso parti correlate	B	1602.261	1853.696
Totale passività non correnti		68.498.632	459.222.974
XXVII Debiti verso banche	37	38.313.750	36.798.754
- di cui verso parti correlate	B	17.871.625	13.865.843
XXVII Debiti finanziari correnti	37	997.828.724	585.230.045
- di cui verso parti correlate	B	76.107.461	547.898.026
XXI Passività per imposte correnti	24	8.536.276	6.451.090
- di cui verso parti correlate	B	8.490.200	6.405.014
XX Debiti commerciali	43	183.948.911	207.448.397
- di cui verso parti correlate	B	31.227.369	36.263.283
XXIII Quote a breve term. fondi rischi e oneri	41	25.207.295	42.497.805
XXI Debiti diversi e altre passività correnti	44	79.092.128	80.679.400
- di cui verso parti correlate	B	10.443.842	4.283.302
Totale passività correnti		1.332.927.084	959.105.491
XXV Passività associate ad attività destinate alla dismissione	45	15.742.126	-
- di cui verso parti correlate	B	15.742.126	-
TOTALE PASSIVITÀ E PATRIMONIO NETTO		1.777.707.102	1.823.685.612

(*) Anche ai sensi della Delibera CONSOB n. 15519 del 27 luglio 2006.

Fonte: RCS, Relazione Finanziaria Annuale, pag. 190.

Al riguardo si evidenzia come:

1. il Patrimonio Netto, contabile, è pari a 360,5 €m.
2. Il Capitale Sociale è interamente costituito da azioni ordinarie, prive dell'indicazione del valore nominale (n. 521.864.957), cui spetta la pienezza dei diritti di voto. Le azioni ordinarie attribuiscono ai loro possessori il diritto di presenziare alle assemblee ordinarie

e straordinarie e di partecipare alla ripartizione degli utili netti e al Patrimonio Netto al momento della liquidazione. I titoli sono nominativi.

3. Al 31 dicembre 2015, RCS detiene n. 4.575.114 azioni proprie;
4. Le azioni ordinarie in circolazione sono quindi pari a n. 517.289.843 (pari alla differenza tra il totale delle azioni ordinarie, n. 521.864.959 e le azioni proprie in portafoglio);

Il *Book Value per azione di RCS* (“Valore di patrimonio netto contabile per azione”) è, per arrotondamento, pari a 0,70 Euro/azione ⁽¹³⁾.

Appare evidente che tale importo fornisce solo un'informazione ai fini della presente valutazione, in quanto è noto alla dottrina e alla prassi come esista una differenza concettuale tra “valore contabile” e “valore economico” del patrimonio aziendale.

Tuttavia, considerate le finalità della presente stima e la struttura e i contenuti dei principi contabili internazionali utilizzati per la redazione del progetto del bilancio di esercizio, da cui è desumibile tale valore di patrimonio netto, è sicuramente possibile concludere che la suddetta informazione fornisca comunque un elemento conoscitivo che non può essere ignorato ai fini della formazione del complessivo giudizio valutativo, oggetto del presente parere.

3.3 Il Piano 2016-2018

Il Gruppo RCS ha predisposto e presentato al mercato il 21 dicembre 2015 un nuovo piano industriale per il triennio 2016-2018 (il “Piano 2016-2018”, approvato dal Consiglio di Amministrazione il 18 dicembre 2015).

Il Piano è articolato in otto azioni fondamentali ⁽¹⁴⁾:

1. La forte riduzione dei costi, preservando investimenti e qualità.
2. La stabilizzazione dei ricavi e dei margini dei prodotti editoriali *print+web+mobile*.
3. Iniziative di sviluppo nelle aree ad alta potenzialità di crescita.
4. Rafforzamento e integrazione della piattaforma tecnologica.
5. Ruolo guida nel processo di consolidamento dell'industria di stampa.
6. Dismissione di *asset no core*.
7. Organizzazione semplificata, integrata e focalizzata sull'*execution*.
8. Monitoraggio costante dell'esecuzione del Piano.

In data 22 febbraio 2016 il Consiglio di Amministrazione di RCS si è riunito per esaminare i risultati preliminari consolidati al 31 dicembre 2015.

¹³⁾ Per completezza si evidenzia come, a livello consolidato, il *Book Value per azione* al 31 dicembre 2015, è pari a 0,20 Euro/azione (Patrimonio netto consolidato/Numero di azioni in circolazione).

¹⁴⁾ Si veda: *Relazione Finanziaria Annuale*, pag. 13, e *Piano 2016-2018*, pag. 19.

Il Consiglio ha quindi approvato il *Budget* per il 2016, confermando gli obiettivi del primo anno di Piano annunciati lo scorso dicembre, per il raggiungimento dei quali non è previsto un aumento di capitale ⁽¹⁵⁾:

- Ricavi stabili rispetto al 2015;
- Efficienze nette per 40/45 milioni di Euro;
- Margine Ebitda ante oneri non ricorrenti al 10%;
- Risultato netto leggermente positivo e *net cash flow* in pareggio;
- Riduzione del ratio Debito/Ebitda a circa 4x.

Gli obiettivi di Piano, da un punto di vista economico e finanziario, sono così sintetizzabili.

	Plan Target	Year I (2016 P)
Revenues	+1,5% (Cagr 2015F-2018P)	Flat
Net Efficiencies	~60M€ (2018P vs. 2015F)	~40-45 M€
Ebitda % excl. Non recurring	~13% (2018P)	~10%
Net Result	Solidly positive	Slightly positive
Net Cash Flow	3 years cumulative 95-100M€	Break even
Debt Ratio	~2x	~4x

Fonte: RCS, Piano 2016-2018 pag. 55

Nel periodo di Piano, inoltre, è previsto (si veda Piano 2016-2018, pag. 57):

- un tasso di crescita dei ricavi (*Revenues*) pari a circa 1,5% (Cagr +1,5%);
- un Ebitda *Adjusted (excl. Non recurring)* a circa 140 €m nel 2018 (13% circa *on Revenues*) dai 70 €m circa del 2015 (7% circa *on Revenues*).

Nel Piano l'indebitamento netto (Posizione Finanziaria Netta, "PFN") del Gruppo si riduce a circa 400 €m nel 2016, con un *Net Cash Flow* a pareggio ⁽¹⁶⁾.

¹⁵⁾ Si veda: RCS, *Relazione Finanziaria Annuale*, pag. 70.

¹⁶⁾ Si veda: RCS, *Piano 2016-2018*, pag. 58.

4. APPROCCIO VALUTATIVO E DESCRIZIONE DEI METODI DI VALUTAZIONE

4.1 I metodi utilizzabili

La varietà delle metodologie di stima (escludendo le semplici regole empiriche) può essere ricondotta a quattro fondamentali approcci (qualunque sia la configurazione di valore ricercata):

- l'approccio patrimoniale (*asset approach o cost approach*);
- l'approccio basato sui flussi di risultato (*income approach*);
- l'approccio di mercato (o delle transazioni simili) (*market approach*);
- l'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali.

L'approccio patrimoniale

L'approccio patrimoniale si fonda sul principio della valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo che compongono il capitale.

Elemento distintivo fondamentale, nell'ambito della famiglia dei metodi patrimoniali, è il trattamento riservato in sede di valutazione agli elementi attivi che formano il cosiddetto "patrimonio immateriale" di un'impresa, vale a dire l'insieme di *intangibles* riferibili al *marketing* e alle relazioni con la clientela, alle tecnologie, alle risorse umane.

In particolare si distinguono nell'ambito dell'approccio patrimoniale:

- i metodi patrimoniali semplici, che comprendono all'attivo solo i beni materiali;
- i metodi patrimoniali complessi, che comportano la valorizzazione specifica dei beni immateriali.

L'approccio basato sui flussi di risultato

L'approccio basato sui flussi di risultato presuppone il convincimento che un'azienda vale per i "frutti", cioè i risultati economici, che è in grado di generare. Esso quindi afferma l'esistenza di un nesso causale tra risultati economici aziendali e valore d'impresa.

In particolare, i metodi di valutazione riconducibili all'approccio basato sui flussi di risultato raffigurano il valore del capitale d'azienda in funzione del flusso di risultati futuri che ci si attende di poter da essa ritrarre. Il loro funzionamento si può descrivere come un'operazione di "conversione" di un flusso di risultati incerti coglibili lungo un determinato orizzonte temporale nel valore certo a cui oggi potrebbe essere negoziato il diritto di disporre di tale flusso nel futuro.

I metodi di valutazione riconducibili all'approccio in parola godono di tre caratteristiche distintive:

- s'incentrano sull'identificazione di "figure" di risultato economico idonee a inviare segnali univoci circa l'efficacia della gestione;
- si fondano sull'utilizzo di procedimenti di attualizzazione/capitalizzazione, tramite cui operare la conversione del flusso di risultati futuri attesi in valore del capitale;
- richiedono, pertanto, la determinazione di idonei tassi di capitalizzazione/sconto.

Appartengono all'approccio basato sui flussi di risultato due principali famiglie di metodi:

1. i metodi finanziari, i quali individuano nei flussi di cassa liquidi e prelevabili la figura di risultato rilevante ai fini della determinazione del valore;
2. i metodi reddituali, i quali individuano nel reddito la figura di risultato rilevante ai fini della determinazione del valore.

L'approccio di mercato

L'approccio di mercato concepisce il valore del capitale dell'impresa in funzione dei prezzi, espressi dai mercati regolamentati ovvero in negoziazioni private, per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende similari o comparabili. Esso richiede lo sviluppo di indicatori di valore, c.d. "multipli", ottenuti rapportando il prezzo effettivo del capitale delle imprese scelte come riferimento al valore di alcune quantità aziendali, e si fonda sull'ipotesi di applicabilità di tali rapporti anche all'impresa oggetto di valutazione.

Appartengono all'approccio di mercato due principali metodi:

- il metodo dei multipli di borsa;
- il metodo delle transazioni simili o comparabili.

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali stima il valore aziendale come somma di due componenti elementari, e cioè rispettivamente:

- il valore patrimoniale delle attività dell'azienda, risultato della stima patrimoniale;
- e il valore "creato" (o distrutto), inteso come avviamento positivo (o negativo), *Goodwill* (o *Badwill*), pari al valore attuale del flusso di sovra-red-diti (sotto-red-diti) che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impiego delle attività gestite.

L'approccio basato sui metodi misti patrimoniali reddituali dunque si riferisce ad un concetto largamente sviluppato nella teoria economica, secondo il quale il capitale di un'azienda deve essere valutato in funzione sia della dotazione di beni tangibili e intangibili, sia della capacità del *management* di ritrarne saggi di remunerazione superiori al "normale".

4.2 La scelta dell'approccio valutativo

La scelta dell'approccio valutativo, considerati l'oggetto, le finalità e il contesto valutativo di riferimento nonché le limitazioni precedentemente indicate, nel caso in esame è stata compiuta avendo presenti quattro principali elementi:

- a) l'informazione disponibile;
- b) la finalità della valutazione;
- c) il bene oggetto di conferimento;

d) le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione.

a) *L'informazione disponibile*

Come precedentemente chiarito, nello svolgimento dell'incarico, il sottoscritto ha potuto e dovuto fare affidamento esclusivamente su informazione pubblica, nel grado di articolazione e di dettaglio disponibile.

Tale aspetto ha impedito la possibilità di svolgere autonome verifiche e riscontri sull'informazione utilizzata ai fini di valutazione che, come detto, è stata considerata necessariamente assumendo la sua completezza, accuratezza ed esattezza.

Ciò impatta direttamente sull'ampiezza dei metodi selezionabili e sulle modalità di applicazione di quelli utilizzabili.

Come precedentemente chiarito, in particolare, RCS ha presentato al mercato il Piano 2016-2018 identificando gli obiettivi e le azioni chiave e, in forma sintetica, le proiezioni finanziarie derivanti dalle assunzioni condivise, senza un analitico grado di dettaglio; per tale ragione si è ritenuto di non utilizzare metodologie di valutazione finanziarie basate sull'attualizzazione dei flussi di cassa futuri attesi, che avrebbero richiesto lo sviluppo di specifiche ipotesi sulle future modalità di svolgimento dell'attività aziendale, da un punto di vista operativo e finanziario, che sarebbero state allo stato inevitabilmente caratterizzate da un elevato livello di soggettività.

b) *La finalità della valutazione*

Oggetto dell'incarico è, come chiarito, la stima, tenuto conto delle disposizioni dell'art. 2343-ter del codice civile, del valore attribuibile a n. 521.864.957 azioni ordinarie di RCS, oggetto dell'Offerta, alla data di riferimento del 31 dicembre 2015.

Lo scopo che la richiamata disposizione di legge intende perseguire è evitare che, attraverso una sopravvalutazione dei beni conferiti, il patrimonio della società conferitaria risulti artificiosamente incrementato.

Considerata innanzitutto la tipologia dei beni oggetto di valutazione, e considerato il contesto in cui l'operazione di conferimento si colloca, che è quello di una offerta pubblica di scambio proposta ai mercati finanziari, si è ritenuto opportuno e doveroso riferirsi anzitutto alla quotazioni di borsa. Se infatti l'operazione in esame non dà luogo al conferimento di meri singoli pacchetti di valori mobiliari quotati ma bensì al conferimento, quanto meno tendenziale, dell'intero capitale sociale di una società quotata, rimane altrettanto vero che la quotazione, ed in particolare il prezzo medio ponderato dei sei mesi, è criterio espressamente riconosciuto dal vigente disciplina di legge al primo comma dell'art. 2343-ter del codice civile.

c) *Il bene oggetto di conferimento*

Considerato l'oggetto del conferimento e quanto sopra riportato si è ritenuto quindi utile e opportuno integrare l'analisi mediante l'applicazione di due ulteriori approcci valutativi, sulla base delle informazioni disponibili:

- 1) La considerazione dei *target prices* espressi dagli analisti finanziari. Le valutazioni obiettive che gli analisti finanziari pubblicano sulle società quotate coperte forniscono infatti un'indicazione sull'aspettativa di valore dei titoli a 12 mesi e sono derivate dall'utilizzo di molteplici metodologie valutative, in funzione delle scelte compiute dal singolo analista di ricerca, ma comunque sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili. Esse quindi forniscono un'indicazione di valore in ipotesi di condizioni di svolgimento dell'attività aziendale secondo condizioni condivise dall'analista finanziario, sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili. In tal senso ben si adattano alle finalità e al contesto della presente valutazione.
- 2) La metodologia dei "Multipli di società quotate comparabili" (cd. "Multipli di Borsa"), che nel caso in esame è considerata adeguata per esprimere un probabile valore medio normale di mercato in ipotesi di ottimizzazione della gestione aziendale, secondo andamenti allineati alla media di settore.

d) *Le caratteristiche dell'azienda oggetto di valutazione*

Come precedentemente già evidenziato RCS è oggetto di un processo di ristrutturazione sia operativa sia finanziaria, che deve essere considerato dal sottoscritto nell'ambito del contesto valutativo di riferimento, e quindi sulla base delle motivazioni, dei termini e delle condizioni dell'Offerta.

Conseguentemente sulla base delle informazioni disponibili si è ritenuto ragionevole assumere, nell'applicazione del metodo dei "Multipli di Borsa", che l'impresa oggetto di valutazione sia in grado di conseguire i *targets* di Piano, comunicati al mercato, e quindi quantificare un valore allineato alla media di mercato sulla base di tali modalità attese di svolgimento dell'operatività aziendale.

Naturalmente, i risultati rivenienti dall'applicazione di tale metodologia presuppongono la condivisione dell'ipotesi di conseguimento dei risultati previsti nel Piano 2016-2018.

4.3 Limitazioni e difficoltà della valutazione

Le considerazioni valutative svolte, oltre ai limiti già precedentemente indicati, hanno presentato le seguenti principali limitazioni e difficoltà:

1. RCS ha in corso un processo di ristrutturazione sia operativa (mirante a ripristinare la redditività) sia finanziaria (mirante a stabilizzare le fonti di finanziamento esterno), i cui risultati futuri sono caratterizzati da incertezza in quanto dipendenti dall'effettiva realizzazione del piano di ristrutturazione in corso e delle trattative con gli istituti di credito.
2. I dati finanziari di RCS fanno riferimento anche a metriche reddituali e finanziarie rettificata (sulla base di stime effettuate dal management di RCS) per "oneri non ricorrenti" che impattano in misura più che significativa sul valore delle metriche stesse.
3. RCS è solo parzialmente comparabile con altre società quotate similari, alcune delle quali operano in mercati geografici diversi, con differenti *mix* di attività e aventi differenti volumi di affari, profili di crescita, redditività e rischio; tale limitazione è particolarmente rilevante in particolare per RCS, attualmente oggetto del predetto processo di ristrutturazione finanziaria ed operativa.
4. Non sono state individuate transazioni precedenti e recenti aventi per oggetto imprese comparabili, per settore di appartenenza e dimensioni, con RCS, che possano esprimere un parametro valutativo utile ai fini della stima di valore dell'oggetto del conferimento.

Nello svolgimento delle proprie analisi, il sottoscritto ha fatto affidamento e assunto l'accuratezza e completezza di tutte le informazioni a disposizione del pubblico, o altrimenti esaminate.

Nel fare affidamento su analisi finanziarie, proiezioni, ipotesi e previsioni degli analisti di ricerca o da queste derivate, il sottoscritto ha assunto che esse siano state predisposte secondo ragionevolezza, sulla base di ipotesi che riflettano le migliori stime attualmente disponibili in merito ai risultati operativi attesi e alle condizioni finanziarie della società e dei settori di attività su cui tali analisi, proiezioni, ipotesi o stime si riferiscono.

5. LE QUOTAZIONI DI BORSA

Da un punto di vista generale il metodo delle “Quotazioni di Borsa” consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate. Tale criterio sottende l’efficienza del mercato in cui l’azienda è quotata e si traduce nella possibilità d’identificare il valore economico della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici rilevati in opportuni periodi temporali.

Si è così provveduto a quantificare la media dei prezzi ufficiali ponderata per i volumi (“PMP”) del titolo RCS su un orizzonte temporale di 6 mesi.

Assumendo quale data di efficacia del conferimento il 7 aprile 2016, si è posto a confronto il PMP su un orizzonte temporale di 6 mesi con il valore unitario attribuito alle azioni RCS nell’ambito dell’Offerta, ai fini dell’aumento di capitale, comprensivo di sovrapprezzo, di Cairo Communication, pari a Euro 0,527 (“Valore Unitario di Conferimento”).

Come emerge dalla tabella di seguito riportata, il PMP (6 mesi) dell’azione ordinaria RCS è al 7 aprile 2016 pari a Euro 0,59 e quindi superiore rispetto alla valorizzazione ad essa attribuita ai fini di conferimento (Euro 0,527) ⁽¹⁷⁾.

RCS	PMP (6 mesi)	Valore Unitario di conferimento
7 aprile 16	Euro 0,59	Euro 0,527

Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

Tale evidenza già di per sé sarebbe sufficiente per il soddisfacimento delle previsioni dell’art. 2343-ter cod. civ.

In ogni caso, per le motivazioni precedentemente meglio descritte, per completezza si è ritenuto opportuno integrare la suddetta evidenza, con i risultati rivenienti dall’applicazione di ulteriori metodologie valutative, sulla base delle informazioni disponibili.

6. I TARGET PRICES DEGLI ANALISTI

Come precedentemente chiarito, considerato l’oggetto della stima, si è deciso di integrare le evidenze rivenienti dalle “Quotazioni di mercato”, inizialmente considerando i “prezzi obiettivo” (“*target prices*”) espressi dagli analisti finanziari (“*equity analysts*”) che coprono il titolo RCS.

¹⁷⁾ Al riguardo si segnala che in ipotesi di efficacia del conferimento al 31 dicembre 2015, il PMP a sei mesi di RCS sarebbe stato pari a Euro 0,72 (dati fonte *Bloomberg*).

Al 7 aprile 2016, data successiva alla diffusione del Piano 206-2018, ma antecedente l'Offerta, gli studi degli analisti disponibili fornivano i seguenti valori di sintesi.

RCS	Target Prices
Target Price medio	Euro 0,81
Target Price mediano	Euro 0,78

Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg (al 7 aprile 2016)

Il *target price* medio espresso dai suddetti studi era pari a Euro 0,81; quello mediano a Euro 0,78. Tutti i valori risultano superiori rispetto al Valore Unitario di Conferimento.

7. I MULTIPLI DI BORSA

Il metodo dei Multipli di Borsa è basato sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società comparabili a quella oggetto di valutazione, raffrontate a determinati parametri economici e/o operativi delle società stesse. Tale metodo si basa sull'assunto generale che, in un mercato efficiente ed in assenza di movimenti speculativi, il prezzo di Borsa delle azioni di una società riflette le aspettative del mercato circa il tasso di crescita degli utili ed il grado di rischio ad esso associato.

L'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa si articola quindi nelle seguenti fasi:

- 1) scelta del campione di società comparabili;
- 2) scelta del moltiplicatore;
- 3) sintesi finale.

Nel caso in esame, considerato l'oggetto, la finalità e il contesto della stima, le determinazioni assunte sono state le seguenti.

Per quanto riguarda la selezione di società comparabili, si è ritenuto ragionevole, soprattutto in termini di obiettività, assumere a riferimento il campione di imprese considerate comparabili a RCS dalla banca dati FactSet, limitatamente all'area geografica *Europe*.

In particolare FactSet classifica RCS nell'ambito dell'indice di settore: "*Publishing: Newspapers*"⁽¹⁸⁾. Da tale campione (costituito da n. 15 società) sono state escluse le società per le quali non sono disponibili i dati rilevanti per l'applicazione del metodo, nella versione prescelta, o che forniscono dati non significativi⁽¹⁹⁾. Residuano quindi n. 10 società, di seguito identificate.

¹⁸⁾ FactSet: "*Europe / Publishing: Newspapers -IND (FI3420R3)*".

¹⁹⁾ In particolare sono state escluse le seguenti società: "CED-IT Caltagirone Editore S.p.A.", "IPDC-IE Independent News & Media Plc", "PKK1V-FI Pohjois-Karjalan Kirjapaino Oyj", "SCHA-NO, Schibsted Asa Class A" oltre a "RCS-IT, RCS".

	<i>Identifier</i>	<i>Name</i>
1	AGO-PL	Agora SA
2	ALN1V-FI	Alma Media Oyj
3	SPR-DE	Axel Springer SE
4	DMGT-GB	Daily Mail and General Trust plc Class A
5	ES-IT	Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A.
6	SAA1V-FI	Sanoma Oyj
7	TAMN-CH	Tamedia AG
8	TMG-NL	Telegraaf Media Groep NV Cert. of Shs
9	TNI-GB	Trinity Mirror plc
10	VOC-ES	Vocento, S.A.

Per quanto riguarda la scelta del multiplo (o moltiplicatore), considerate le caratteristiche proprie del settore editoriale / media e della prassi di mercato, si è fatto riferimento al multiplo *asset side* EV/Ebitda, nella sua versione “*leading*” (considerando i dati medi di *consensus* per i periodi 2016, 2017).

In particolare:

1. Si è considerato, per le società ricomprese nel campione selezionato, l'*Enterprise Value* (“EV”) fornito da FactSet ⁽²⁰⁾ e disponibile alla data del 31 dicembre 2015.
2. Si sono considerati i dati relativi all'Ebitda medio di *consensus* per gli anni 2016, 2017, sempre forniti dalla banca dati FactSet ⁽²¹⁾.
3. Si è quindi considerato quale dato di sintesi la media e la mediana del valore del multiplo per il campione considerato; tale scelta risulta condivisibile per settori in cui le imprese adottano modelli di *business* sostanzialmente uniformi, come nel caso in esame, e quando si ritiene che l'impresa *target* sarà in grado di assumere un “posizionamento medio” nella graduatoria delle società comparabili, sia per prospettive di crescita sia per capacità di generare *performance* economiche e finanziarie. Ciò coerentemente alla funzione attribuita al metodo in esame nell'ambito dell'unitario processo valutativo qui in oggetto.

I dati così ottenuti vengono sintetizzati nella tabella di seguito riportata.

²⁰⁾ Secondo la definizione fornita da FactSet: “FF_ENTRPR_VAL” (FactSet - *Fundamentals Consolidated*).

²¹⁾ Data di estrazione: 15 aprile 2016.

	Multipli Campione di imprese comparabili	
	Media	Mediana
<i>EV/Ebitda 2016</i>	7,15 x	6,99 x
<i>EV/Ebitda 2017</i>	6,61 x	6,17 x

Sulla base del valore medio e mediano del multiplo, espresso dal campione di imprese considerate è stato quindi possibile determinare il valore attribuibile ad RCS, alla data di riferimento della stima.

A tal fine:

1. Si è fatto riferimento ai dati di Ebitda *Adjusted* desumibili dal Piano 2016-2018.
2. Sulla base dei multipli medi e mediani desumibili dal campione di imprese comparabili considerate è stato quindi determinato l'EV di RCS alla data di riferimento del 31 dicembre 2015.
3. Al fine di pervenire al solo valore economico del patrimonio netto di RCS (cd. *Equity Value*), è stata quindi dedotta la Posizione Finanziaria Netta stimata alla data di riferimento.
4. Al fine di determinare quindi il valore attribuibile alla singola azione ordinaria RCS oggetto dell'offerta il valore così ottenuto è stato diviso per il numero di azioni in circolazione.

Sulla base dei risultati così ottenuti il sottoscritto ritiene possibile affermare che, anche dalle evidenze emerse dall'applicazione del metodo dei Multipli di Borsa, alla data di riferimento della stima, il valore di un'azione RCS è superiore al Valore Unitario di Conferimento ad essa attribuite nell'ambito dell'Offerta Pubblica di scambio volontaria promossa da Cairo Communication.

8. CONCLUSIONI

Alla luce delle analisi svolte e dei risultati raggiunti, tenuto conto dell'oggetto, della finalità e del contesto della stima, nonché dei limiti dell'Incarico ricevuto, meglio descritto nel primo capitolo della presente relazione, lo scrivente ritiene di poter ragionevolmente affermare che:

alla data di riferimento del 31 dicembre 2015, il valore attribuibile ad una azione ordinaria della Società RCS MediaGroup S.p.A. non sia inferiore al "Valore Unitario di Conferimento" ad essa attribuito ai fini del prospettato conferimento che verrà eseguito nell'ambito dell'Offerta Pubblica di scambio volontaria promossa da Cairo Communication S.p.A., pari a Euro 0,527 (zero virgola cinquecentoventisette).

Milano, 20 aprile 2016

Prof. Andrea Amaduzzi

