

**PARERE SUL VALORE ATTRIBUIBILE ALLA DATA DI RIFERIMENTO DEL 31 MARZO 2016 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 Finalità dell'incarico.....	4
1.3 La documentazione raccolta	7
1.4 Limiti dell'incarico	9
2. OGGETTO, FINALITÀ E CONTESTO DELLA VALUTAZIONE	11
2.1 La configurazione di valore oggetto della stima.....	12
2.2 Data di riferimento della valutazione.....	14
2.3 Requisiti soggettivi dell'esperto incaricato della valutazione.....	14
3. DESCRIZIONE DEI BENI OGGETTO DI CONFERIMENTO	16
3.1 Breve descrizione di RCS e del gruppo ad essa facente capo	16
3.2 Principali dati economici, patrimoniali e finanziari del Gruppo RCS alla data di riferimento del 31 marzo 2016.....	17
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.....	27
5. LE QUOTAZIONI DI BORSA	28
6. LE INFORMAZIONI SULL'ANALISI FONDAMENTALE PUBBLICAMENTE DISPONIBILI	29
7. I TARGET PRICES DEGLI ANALISTI	29
8. I MULTIPLI DI BORSA	30
9. CONCLUSIONI	33

1. L'INCARICO RICEVUTO

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

In data 8 aprile 2016 la 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 annunciato al mercato, ai sensi dell'articolo 102, primo comma, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 ("Testo Unico" o "TUF") e dell'articolo 37 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971/1999 ("Regolamento Emittenti"), un'offerta pubblica di scambio volontaria, ai sensi e per gli effetti degli articoli 102 e 106, comma quarto, del Testo Unico (l'"Offerta Pubblica di Scambio" o l'"Offerta"), promossa in data 28 aprile 2016, avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie della società RCS MediaGroup S.p.A., pari a n. 521.864.957.

RCS MediaGroup S.p.A. è una società di diritto italiano, quotata sul MTA, avente sede 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 inizialmente determinato dal Consiglio di Amministrazione dell'Offerente pari a n. 0,12 azioni Cairo Communication per ciascuna azione ordinaria RCS apportata all'Offerta.

In data 12 maggio 2016, l'assemblea straordinaria di Cairo Communication ha quindi deliberato un aumento del capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione, a servizio dell'Offerta Pubblica di Scambio. Il numero massimo di azioni oggetto di tale delibera di aumento di capitale è stato determinato dal Consiglio di Amministrazione sulla base del corrispettivo offerto nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio, come detto originariamente pari a 0,12 azioni Cairo Communication per ciascuna azione RCS portata all'offerta medesima.

In data 16 maggio 2016, D.L.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. (anche per conto di UnipolSai Finance S.p.A.), Pirelli & C. S.p.A. e International Acquisitions Holding S.à r.l. hanno annunciato il raggiungimento di un accordo per promuovere, tramite una società di diritto italiano dai medesimi interamente posseduta, International Media Holding S.p.A., un'offerta pubblica di acquisto volontaria avente a oggetto la totalità delle azioni ordinarie di RCS (dedotte le azioni RCS già detenute dagli azionisti offerenti), al prezzo di Euro 0,70 per ciascuna

azione RCS portata all'offerta che, ai sensi degli articoli 103, comma 4, lettera d), del TUF e 44 del Regolamento Emittenti, si configura quale offerta concorrente rispetto all'Offerta Pubblica di Scambio (l'"Offerta Concorrente").

I documenti d'offerta relativi all'Offerta Pubblica di Scambio e all'Offerta Concorrente sono stati pubblicati, ai sensi dell'articolo 38 del Regolamento Emittenti, rispettivamente in data 28 maggio 2016 e in data 11 giugno 2016.

I suddetti documenti d'offerta, ai quali si rimanda per ogni approfondimento, riportano i termini, le finalità e le condizioni e ogni altro aspetto rilevante dell'Offerta Pubblica di Scambio e dell'Offerta Concorrente.

Il periodo di adesione all'Offerta Pubblica di Scambio ha avuto inizio in data 13 giugno 2016 e terminerà in data 15 luglio 2016 (salvo proroghe) e il periodo di adesione all'Offerta Concorrente ha avuto inizio in data 20 giugno 2016 e terminerà in data 15 luglio 2016 (salvo proroghe).

Secondo quanto previsto dall'art. 44 del Regolamento Emittenti, gli offerenti possono effettuare rilanci e altre modifiche all'offerta entro il termine di cinque giorni di borsa aperta dalla pubblicazione dell'offerta concorrente o di un precedente rilancio o modifica di altro offerente.

In data 17 giugno 2016 il Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication ha comunicato un rilancio da realizzarsi mediante aumento del corrispettivo dell'Offerta Pubblica di Scambio, con conseguente modifica del rapporto di scambio da 0,12 azioni Cairo Communication per ciascuna azione RCS portata all'Offerta Pubblica di Scambio a 0,16 azioni Cairo Communication per ciascuna azione RCS (il "Rilancio").

1.2 Finalità dell'incarico

In ragione del Rilancio, in data 17 giugno 2016, il Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication ha, tra l'altro, deliberato di convocare per il 18 luglio 2016 l'Assemblea straordinaria della Società per deliberare in merito, inter alia, alla proposta di aumento del capitale sociale a pagamento, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'art. 2441, comma quarto, primo periodo, cod. civ., da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni RCS che saranno portate in adesione all'Offerta Pubblica di Scambio (l'"Aumento di Capitale in Natura"), previa revoca dell'aumento di capitale deliberato a servizio dell'Offerta Pubblica di Scambio dall'Assemblea dei soci in data 12 maggio 2016.

L'Aumento di Capitale in Natura è finalizzato a consentire il perfezionamento dell'Offerta Pubblica di Scambio mediante il conferimento in natura di azioni RCS a fronte dell'emissione di

azioni Cairo Communication, secondo il rapporto di scambio pari a numero 0,16 azioni Cairo Communication per ciascuna azione RCS, di cui al rilancio effettuato in data 17 giugno 2016. Peraltro, anche alla luce del contesto normativo che consente rilanci e modifiche all'offerta in pendenza di offerte concorrenti, la proposta di Aumento di Capitale in Natura prevede che, in sede di esecuzione dell'Aumento di Capitale in Natura, il Consiglio di Amministrazione possa determinare il numero di azioni Cairo Communication da emettere a fronte di ciascuna azione RCS portata all'Offerta Pubblica di Scambio, ai termini e condizioni previsti da quest'ultima, come eventualmente successivamente modificati in conformità alla normativa vigente, fermo restando il numero massimo di azioni Cairo Communication oggetto dell'Aumento di Capitale in Natura, pari a n. 104.372.991. Il Consiglio di Amministrazione potrà dare esecuzione all'Aumento di Capitale in Natura entro il 31 dicembre 2016.

Pertanto, a seguito dell'approvazione dell'Aumento di Capitale in Natura, quest'ultimo rappresenterà la modalità tecnica attraverso la quale gli azionisti RCS potranno portare le proprie azioni all'Offerta Pubblica di Scambio, sottoscrivendo e liberando l'Aumento di Capitale in Natura, ai termini e condizioni previsti dall'Offerta Pubblica di Scambio.

L'Aumento di Capitale in Natura prevede, come detto, l'emissione di massime n. 104.372.991 azioni ordinarie Cairo Communication, prive di valore nominale, da liberarsi mediante conferimento in natura delle azioni ordinarie RCS portate in adesione all'Offerta Pubblica di Scambio.

Alla data della presente Relazione, a seguito del Rilancio, il corrispettivo dell'Offerta Pubblica di Scambio è pari a n. 0,16 azioni Cairo Communication per ciascuna azione RCS portata all'Offerta Pubblica di Scambio. Pertanto, in base a tale corrispettivo, in caso di integrale adesione all'Offerta Pubblica di Scambio, l'Aumento di Capitale in Natura sarebbe eseguito mediante l'emissione di n. 83.498.393 nuove azioni ordinarie di Cairo Communication. Qualora il Consiglio di Amministrazione ritenesse di modificare il corrispettivo dell'Offerta Pubblica di Scambio variando il rapporto di scambio tra azioni RCS e azioni Cairo Communication, l'Aumento di Capitale in Natura sarà eseguito sulla base di tale rapporto di scambio, come modificato, fermo restando il numero massimo di azioni oggetto dell'Aumento di Capitale in Natura, pari a n. 104.372.991 azioni Cairo Communication.

A fronte del conferimento di ciascuna azione RCS, Cairo Communication, indipendentemente dal numero di azioni emesse a fronte del conferimento, aumenterà il capitale sociale per complessivi Euro 0,7024 (il "Valore Unitario di Conferimento"). Pertanto, qualora l'Aumento di Capitale in Natura sia eseguito mediante conferimento della totalità delle azioni RCS oggetto dell'Offerta Pubblica di Scambio, il capitale sociale di Cairo Communication, comprensivo di sovrapprezzo, sarà aumentato di complessivi Euro 366.557.945,80, indipendentemente dal rapporto di scambio tra azioni RCS e azioni Cairo Communication determinato dal Consiglio di Amministrazione della Società.

Le azioni Cairo Communication di nuova emissione avranno godimento regolare e, pertanto, attribuiranno ai loro possessori pari diritti rispetto alle azioni già in circolazione al momento dell'emissione e saranno ammesse alla negoziazione sul MTA a partire dalla data di pagamento del corrispettivo.

Il Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication, anche considerando che l'Aumento di Capitale in Natura è finalizzato all'acquisizione del controllo di RCS, ai fini del rispetto dei principi che sovrintendono la corretta formazione del capitale sociale, 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 trenta 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) e (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 fatti eccezionali o rilevanti che abbiano inciso sulla valutazione di cui alla lettera (b) che precede; e (e) la dichiarazione di idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell'esperto di cui all'art. 2343-ter, comma 2, lettera b), del codice civile. 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) e (e) non sia iscritta nel registro delle imprese, le azioni Cairo Communication di nuova emissione sono inalienabili e devono 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 marzo 2016, anche tenuto conto delle disposizioni dell'art. 2343-ter cod. civ. (l'"Incarico"), oggetto della presente relazione.

La presente relazione aggiorna e integra la relazione rilasciata dal sottoscritto in data 20 aprile 2016.

1.3 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) (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;
- 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, disponibile sul sito internet di RCS (di seguito il "Piano 2016-2018");

- 6) RCS MediaGroup S.p.A., Comunicato Stampa del 21 aprile 2016 “Consiglio di Amministrazione di RCS MediaGroup - Esaminati i risultati preliminari consolidati al 31 marzo 2016”, disponibile sul sito internet di RCS;
- 7) RCS MediaGroup S.p.A., “Presentazione risultati preliminare 1Q 2016”, datato 2 maggio 2016, disponibile sul sito internet di RCS;
- 8) RCS MediaGroup S.p.A., Comunicato Stampa dell’11 maggio 2016 “Approvati i risultati al 31 marzo 2016– Finalizzato il Term Sheet”, disponibile sul sito internet di RCS;
- 9) RCS MediaGroup S.p.A., “Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2016”, del 12 maggio 2016 (di seguito “Resoconto Intermedio di Gestione”), disponibile sul sito internet di RCS;
- 10) Comunicato del 16 maggio 2016 ai sensi degli artt. 114 e 102, comma 1, del TUF e 37 del Regolamento Emittenti, relativo all’Offerta Concorrente;
- 11) International Media Holding S.p.A., Documento di offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria su azioni RCS, datato 11 giugno 2016;
- 12) Cairo Communication S.p.A., Documento di offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria su azioni RCS, datato 28 maggio 2016;
- 13) RCS MediaGroup S.p.A., comunicati stampa diffusi in data 11 e 18 maggio e 1 giugno 2016 riguardanti la rimodulazione del Contratto di Finanziamento del 14 giugno 2013 e comunicato stampa diffuso in data 16 giugno 2016 riguardante la firma dell’accordo modificativo del Contratto di Finanziamento del 14 giugno 2013 (i cui termini e condizioni erano già stati resi noti nel comunicato del 18 maggio 2016), disponibili sul sito internet di RCS;
- 14) RCS MediaGroup S.p.A., Comunicato stampa del 10 giugno 2016 “Cda RCS MediaGroup – Approvato il Comunicato dell’Emittente in relazione all’OPS promossa da Cairo Communication S.p.A.”, disponibile sul sito internet di RCS;
- 15) RCS MediaGroup S.p.A., “Comunicato del Consiglio di Amministrazione di RCS in relazione all’offerta pubblica di scambio volontaria totalitaria promossa da Cairo Communication S.p.A.”, del 10 giugno 2016 con relativi allegati: *Fairness Opinion* dell’Esperto Indipendente, Parere degli Amministratori Indipendenti, *Fairness Opinion* di Citigroup, *Fairness Opinion* di Unicredit, disponibili sul sito internet di RCS;
- 16) RCS MediaGroup S.p.A., Comunicato stampa del 17 giugno 2016 “CdA RCS MediaGroup – Approvato il Comunicato dell’Emittente in relazione all’Offerta Pubblica di Acquisto promossa da International Media Holding S.p.A.”, disponibile sul sito internet di RCS,
- 17) RCS MediaGroup S.p.A., “Comunicato del Consiglio di Amministrazione di RCS all’Offerta Pubblica di Acquisto Volontaria Totalitaria promossa da International Media Holding S.p.A.” del 17 giugno 2016 con relativi allegati: *Fairness Opinion* dell’Esperto Indipendente, Parere degli Amministratori Indipendenti, *Fairness Opinion* di Citigroup, *Fairness Opinion* di Unicredit, disponibili sul sito internet di RCS;

- 18) 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, in particolare, alle banche dati FactSet e Bloomberg.

1.4 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 pubblicamente comunicati dalla società, presupponendo il verificarsi delle assunzioni ed il raggiungimento degli obiettivi prospettici senza aver potuto svolgere autonome verifiche o riscontri circa le modalità della loro formazione. Le proiezioni economiche e finanziarie, incerte e variabili per natura, riflettono le future strategie della società. La presente relazione non include esplicite o 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 marzo 2016 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 (1).

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" 2) 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 contemperato con l'equilibrio fra le posizioni delle parti"* (3), 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 che nel caso di offerte pubbliche di scambio la prudenza deve tenere conto che il

1) 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.

2) 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).

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

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 nel limitarsi a verificare che il prezzo in parola (che corrisponde al valore di conferimento) esprima un probabile valore recuperabile per un "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 annunciata da Cairo Communication sulla totalità delle azioni ordinarie di RCS MediaGroup S.p.A., in data 8 aprile 2016, e meglio descritti nel documento di offerta del 28 maggio 2016.

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 offerto;
 - 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 e/o all'Offerta Concorrente.
- 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 (4).

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."*

4) 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 ⁽⁵⁾, 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 ⁽⁶⁾.

2.2 Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della presente valutazione è il 31 marzo 2016, data del Resoconto Intermedio di Gestione di RCS.

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";

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

⁶⁾ 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 ⁽⁷⁾.

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 *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*.

⁷⁾ Le informazioni di seguito riportate sono desunte dalla "Relazione Finanziaria Annuale" di RCS al 31 dicembre 2015 (la "Relazione Finanziaria Annuale") e dal "Resoconto Intermedio di Gestione" di RCS al 31 marzo 2016 (il "Resoconto Intermedio di Gestione").

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 ⁽⁸⁾.

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 marzo 2016

I principali risultati economici e finanziari del Gruppo RCS così come desumibili dal Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2016 approvato dal Consiglio di Amministrazione di RCS in data 11 maggio 2016, sono come di seguito riassumibili ⁽⁹⁾.

⁸⁾ Si veda: RCS, "Comunicato stampa del 14 aprile 2016".

⁹⁾ Si veda anche: RCS, "Comunicato stampa del 21 aprile 2016".

(in milioni di euro)	1° trimestre		Esercizio
	2016	2015 (2)	2015
DATI ECONOMICI			
Ricavi netti	219,8	229,4	1.032,2
EBITDA (1) (4)	(3,7)	(16,2)	16,4
EBIT	(17,5)	(30,9)	(107,0)
Risultato prima delle imposte e degli interessi di terzi	(25,4)	(39,9)	(143,3)
Imposte sul reddito	3,2	9,2	7,9
Risultato attività destinate a continuare	(22,2)	(30,7)	(135,4)
Risultato attività destinate alla dismissione e dismesse (2)	-	(4,9)	(38,8)
Risultato netto del periodo	(22,0)	(35,2)	(175,7)
Risultato per azione base delle attività destinate a continuare	(0,04)	(0,06)	(0,26)
Risultato per azione diluita delle attività destinate a continuare	(0,04)	(0,06)	(0,26)
Risultato per azione base delle attività destinate alla dismissione e dismesse	-	(0,01)	(0,08)
Risultato per azione diluita delle attività destinate alla dismissione e dismesse	-	(0,01)	(0,08)
	31/03/2016	31/03/2015	31/12/2015
DATI PATRIMONIALI			
Capitale investito netto	588,9	750,0	591,9
Indebitamento finanziario netto complessivo (3)	509,1	507,5	486,7
Indebitamento finanziario netto delle attività destinate a continuare	538,2	507,5	520,9
Patrimonio netto	79,8	242,5	105,2
Dipendenti (numero medio) esclusi i dipendenti delle attività destinate alla dismissione e dismesse	3.656	3.684	3.704
Dipendenti (numero medio)	3.987	3.995	4.031

- (1) Da intendersi come risultato operativo ante ammortamenti e svalutazioni. Comprende proventi ed oneri da partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto.
- (2) Al 31 marzo 2015 sono stati classificati nel Risultato delle attività destinate alla dismissione e dismesse i costi e i ricavi afferenti le attività dell'area Libri per le quali è stato sottoscritto in data 4 ottobre 2015 un contratto di cessione il cui perfezionamento è avvenuto in data 14 aprile 2016.
- (3) 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 marzo 2016, al 31 marzo 2015 e al 31 dicembre 2015 sono pari a zero e pertanto l'indicatore finanziario di RCS al 31 marzo 2016, al 31 marzo 2015 nonché al 31 dicembre 2015, coincide con la posizione finanziaria netta così come definita dalla sopra citata comunicazione CONSOB.
- (4) I proventi netti da partecipazioni valutate con il metodo del patrimonio netto sono stati classificati a partire dal 31 dicembre 2015 in una linea di bilancio ante EBITDA ed in coerenza è stato riclassificato il primo trimestre 2015. Tale classificazione è stata giudicata più aderente alla sostanza dei fatti in quanto a seguito della cessione, liquidazione o totale svalutazione di partecipazioni valutate a patrimoni netto, avvenuti natura *no core*, nella voce sono rimasti quei proventi ed oneri di partecipazioni le cui attività sono strettamente funzionali alle attività del Gruppo.

Fonte: RCS, *Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2016*, pag. 3.

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

Stato patrimoniale consolidato riclassificato

(in milioni di euro)	31 Marzo 2016	%	31 Dicembre 2015	%
Immobilizzazioni Immateriali	409,8	69,6	416,0	70,3
Immobilizzazioni Materiali	98,4	16,7	102,4	17,3
Investimenti Immobiliari	21,8	3,7	21,5	3,6
Immobilizzazioni Finanziarie	203,9	34,6	205,1	34,7
Attivo Immobilizzato Netto	733,9	124,6	745,0	125,9
Rimanenze	19,8	3,4	21,4	3,6
Crediti commerciali	250,1	42,5	282,0	47,6
Debiti commerciali	(292,6)	(49,7)	(284,2)	(48,0)
Altre attività/passività	(54,1)	(9,2)	(83,4)	(14,1)
Capitale d'Esercizio	(76,8)	(13,0)	(64,2)	(10,8)
Fondi per rischi e oneri	(52,8)	(9,0)	(57,7)	(9,7)
Passività per imposte differite	(57,1)	(9,7)	(57,9)	(9,8)
Benefici relativi al personale	(39,7)	(6,7)	(40,1)	(6,8)
Capitale Investito Netto Operativo	507,5	86,2	525,1	88,7
CIN attività destinate alla dismissione	81,4	13,8	66,8	11,3
Capitale investito netto	588,9	100,0	591,9	100,0
Patrimonio netto	79,8	13,6	105,2	17,8
Debiti finanziari a medio lungo termine	14,4	2,4	15,6	2,6
Debiti finanziari a breve termine	529,4	89,9	517,7	87,5
Passività finanziarie non correnti per strumenti derivati	9,8	1,7	11,0	1,9
Attività finanziarie non correnti per strumenti derivati	-	-	-	-
Disponibilità e crediti finanziari a breve termine	(15,4)	(2,6)	(13,4)	(2,3)
Indebitamento finanziario netto delle attività destinate a continuare	538,2	91,4	530,9	89,7
Indebitamento finanziario netto (disponibilità) delle attività destinate alla dismissione	(29,1)	(4,9)	(44,2)	(7,5)
Indebitamento finanziario netto complessivo (1)	509,1	86,4	486,7	82,2
Totale fonti di finanziamento	588,9	100,0	591,9	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 marzo 2016 e al 31 dicembre 2015 sono pari a zero e pertanto l'indicatore finanziario di RCS al 31 marzo 2016 e al 31 dicembre 2015, coincide con la posizione finanziaria netta così come definita dalla sopra citata comunicazione CONSOB.

Fonte: RCS, Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2016, pag. 14.

Per un dettaglio delle singole voci si rimanda al Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2016 e alla 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 marzo 2016 è negativo per 509,1 milioni di euro (negativo per 538,2 milioni di euro 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		Delta
	31/03/2016	31/12/2015	
Attività finanziarie non correnti per strumenti derivati	-	-	-
TO TALE ATTIVITA' FINANZIARIE NON CORRENTI	-	-	-
Titoli	-	-	-
Crediti finanziari	2,6	3,6	(1,0)
Attività finanziarie correnti per strumenti derivati	-	-	-
Crediti e attività finanziarie correnti	2,6	3,6	(1,0)
Disponibilità liquide e mezzi equivalenti	12,8	9,8	3,0
TO TALE ATTIVITA' FINANZIARIE CORRENTI	15,4	13,4	2,0
Debiti e passività non correnti finanziarie	(14,4)	(15,6)	1,2
Passività finanziarie non correnti per strumenti derivati	(9,8)	(11,0)	1,2
TO TALE PASSIVITA' FINANZIARIE NON CORRENTI	(24,2)	(26,6)	2,4
Debiti e passività correnti finanziarie	(529,4)	(517,7)	(11,7)
Passività finanziarie correnti per strumenti derivati	-	-	-
TO TALE PASSIVITA' FINANZIARIE CORRENTI	(529,4)	(517,7)	(11,7)
Indebitamento finanziario netto delle attività destinate a continuare	(538,2)	(530,9)	(7,3)
Disponibilità (Indebitamento) finanziarie nette delle attività destinate alla dismissione	29,1	44,2	(15,1)
Indebitamento Finanziario Netto Complessivo (1)	(509,1)	(486,7)	(22,4)

(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 marzo 2016 e al 31 dicembre 2015 sono pari a zero e pertanto l'indicatore finanziario di RCS al 31 marzo 2016 e al 31 dicembre 2015, coincide con la posizione finanziaria netta così come definita dalla sopra citata comunicazione CONSOB.

Fonte: RCS, *Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2016*, pag. 20.

Considerando gli effetti della cessione dell'Area Libri avvenuta il 14 aprile scorso (prezzo incassato 127,1 milioni e posizione finanziaria netta al 31 marzo 2016 positiva per 29,1 milioni) l'Indebitamento Finanziario Netto Complessivo si sarebbe attestato a 411 milioni di euro.

La variazione dell'Indebitamento Finanziario Netto Complessivo pari a -22,4, milioni è essenzialmente dovuta agli esborsi relativi ad oneri non ricorrenti ed ai nuovi investimenti e beneficia del contributo positivo evidenziato dai flussi di cassa della gestione tipica delle attività destinate a continuare.

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 Bilancio d'esercizio e n. 6 del Bilancio consolidato ¹⁰) gli Amministratori hanno riportato 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 al 31 dicembre 2015 ⁽¹¹⁾.

¹⁰) Si veda, rispettivamente: RCS, "Relazione Finanziaria Annuale," pagg. 195 e segg. e pagg. 97 e segg.

¹¹) 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

Ulteriori considerazioni, che conducono alle medesime conclusioni, vengono svolte dagli Amministratori nell'ambito del Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2015 ⁽¹²⁾.

Al riguardo, inoltre, si segnala che con Comunicato stampa del 16 giugno 2016, al quale si rimanda, RCS ha comunicato la firma dell'accordo modificativo del Contratto di Finanziamento del 14 giugno 2013, secondo i termini e le condizioni già diffusi in data 18 maggio 2016.

Ai fini della presente relazione, le sopra riportate considerazioni e informazioni devono essere tuttavia ulteriormente qualificate nell'ambito del contesto valutativo di riferimento in generale e dei contenuti dell'Offerta in particolare, così come meglio descritti nel documento d'offerta del 28 maggio 2016.

Ciò con particolare riguardo ai motivi dell'Offerta e alle condizioni poste all'Offerta stessa.

Infine, si precisa che:

1. Il Capitale Sociale di RCS 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.
2. Al 31 marzo 2016, RCS detiene n. 4.575.114 azioni proprie.
3. Le azioni ordinarie in circolazione sono quindi pari a n. 517.289.843 (pari alla differenza tra il totale delle azioni ordinarie, n. 521.864.957 e le azioni proprie in portafoglio).

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 ⁽¹³⁾:

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*.

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).

¹²⁾ Si veda: RCS, "Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2016", pag. 29.

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

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.

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 ⁽¹⁴⁾:

- 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 ⁽¹⁵⁾.

Con l'approvazione del Resoconto Intermedio di Gestione al 31 marzo 2016 il Consiglio di Amministrazione di RCS ha, sulla base dei risultati realizzati nel primo trimestre, confermato gli obiettivi del Piano.

¹⁴⁾ Si veda: RCS, "*Relazione Finanziaria Annuale*", pag. 70.

¹⁵⁾ 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-redotti (sotto-redotti) 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 (o inferiori) 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 basate sull'attualizzazione di flussi di risultato 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, senza peraltro, considerata la prospettiva di valutazione, avere la possibilità di svolgere autonome verifiche e riscontri sulle modalità di formazione delle previsioni disponibili.

Come verrà più oltre meglio chiarito, RCS, con Comunicato del Consiglio di Amministrazione del 17 giugno 2016, ha diffuso la propria valutazione in merito all'Offerta Concorrente ⁽¹⁶⁾.

Il suddetto Comunicato fornisce indicazioni in merito ai risultati derivanti dall'applicazione del metodo dell'attualizzazione dei futuri flussi finanziari desunti anche dal Piano 2016-2018 di RCS ottenuti dall'Esperto indipendente, nominato da RCS ai sensi dell'art. 39, comma 1, lettera d), del Regolamento Emittenti, Prof. Roberto Tasca, e dagli *Advisors* finanziari di RCS, Citigroup Global Markets Limited ("Citi") e UniCredit S.p.A. ("Unicredit").

I risultati ottenuti dall'Esperto indipendente e dagli *Advisors* finanziari, così come meglio descritti nelle *fairness opinions* allegate al sopra richiamato Comunicato del 17 giugno 2016, possono costituire un elemento conoscitivo ai fini della formazione del complessivo giudizio valutativo, oggetto del presente parere.

¹⁶⁾ Si veda: RCS, "Comunicato del Consiglio di Amministrazione di RCS MediaGroup S.p.A. ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato, e dell'art. 39 del Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato, relativo alla Offerta Pubblica di Acquisto volontaria totalitaria promossa da International Media Holding S.p.A. ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato", pubblicato in data 17 giugno 2016 sul sito internet della società, completo di relativi allegati ("Comunicato del Consiglio di Amministrazione di RCS del 17 giugno 2016").

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 marzo 2016.

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 artificialmente 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 alle quotazioni di borsa, ciò, tuttavia, tenuto conto dell'esistenza dell'Offerta Concorrente.

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 ulteriori approcci valutativi, sulla base delle informazioni disponibili:

- 1) La preliminare considerazione delle informazioni desumibili dai risultati ottenuti, sulla base di un'analisi fondamentale, mediante applicazione di una metodologia basata sull'attualizzazione dei flussi finanziari attesi, dall'Esperto Indipendente e dagli *Advisors* finanziari di RCS, Citi e Unicredit, così come comunicati in data 17 giugno 2016.
- 2) La considerazione dei *target prices* espressi dagli analisti finanziari. Le valutazioni obiettivo 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 del presente parere.
- 3) 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, 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 assunto, 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.

I risultati rivenienti dall'applicazione di tale metodologia presuppongono la condivisione dell'ipotesi di conseguimento dei risultati previsti nel Piano 2016-2018 e quindi della capacità dell'impresa di riallineare le proprie *performance* a livello medio del campione di imprese comparabili considerato.

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, i cui risultati futuri sono caratterizzati da incertezza in quanto dipendenti dall'effettiva realizzazione.
2. Gli "oneri non ricorrenti" di RCS sono stati di ammontare molto significativo.
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.
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 di altri soggetti 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

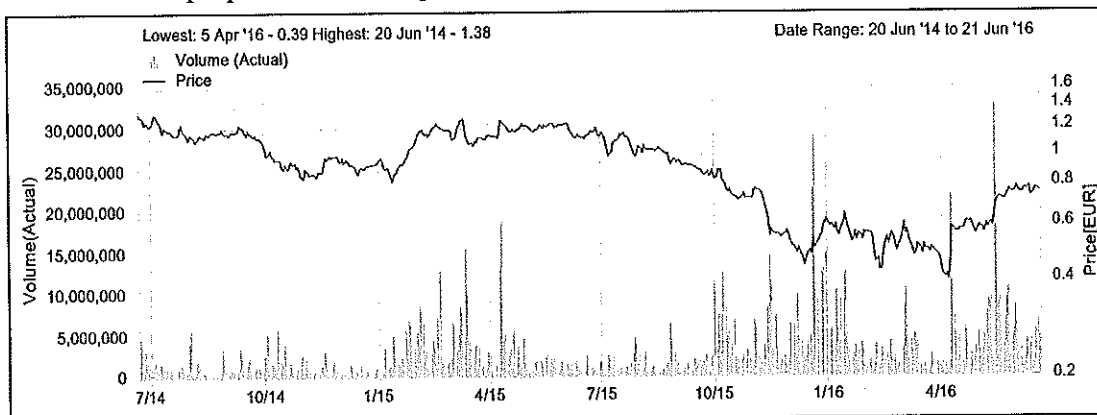
Da un punto di vista generale il metodo delle “Quotazioni di Borsa” consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate. Tale criterio sottende l’efficienza del mercato in cui l’azienda è quotata e si traduce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

Ai fini dell’emissione del presente parere, tuttavia, nell’analisi delle informazioni desumibili dalle Quotazioni di Borsa si ritiene che non si possa prescindere dalla considerazione del corrispettivo unitario offerto nell’ambito dell’Offerta Concorrente, meglio descritta nel documento di offerta di International Media Holding S.p.A. dell’11 giugno 2016, al quale si rimanda, pari ad Euro 0,70 per ciascuna azione ordinaria RCS.

Infatti, l’esistenza dell’Offerta Concorrente, fa sì che il corrispettivo offerto costituisca, alla data di emissione del presente parere, un valore soglia attribuibile alle azioni RCS.

Come peraltro emerge dall’analisi dell’andamento del prezzo di mercato delle azioni RCS, successivamente alla data di annuncio dell’Offerta concorrente (16 maggio 2016), fino alla data odierna, il prezzo si è mantenuto costantemente superiore al corrispettivo unitario della suddetta Offerta Concorrente e al Valore Unitario di Conferimento.

RCS MediaGroup S.p.A. – Price History



Fonte: FactSet, estrazione al 21 giugno 2016.

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

6. LE INFORMAZIONI SULL'ANALISI FONDAMENTALE PUBBLICAMENTE DISPONIBILI

Come precedentemente chiarito, pur avendo presente la natura delle informazioni disponibili e la prospettiva assunta nella redazione del presente parere, che limita la possibilità di svolgere autonome verifiche e riscontri sugli assunti condivisi e sulle modalità di elaborazione dei dati previsionali pubblicamente disponibili, si è preso atto delle informazioni riguardanti il valore fondamentale dell'azione RCS rivenienti dall'applicazione di un metodo basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi (cd. *Discounted Cash Flows*, "DCF") così come diffuse nel Comunicato del Consiglio di Amministrazione del 17 giugno 2016 di RCS, e relativi allegati.

Come detto, nel Comunicato il Consiglio di Amministrazione di RCS ha diffuso la propria valutazione in merito all'Offerta Concorrente, e in tale contesto ha, tra l'altro:

"considerato che la valutazione del Gruppo RCS deve primariamente essere fondata sulle risultanze del metodo DCF che,

- (i) secondo l'analisi dell'Esperto Indipendente, esprimono un valore fondamentale dell'Azione RCS compreso tra un minimo di Euro 0,80 e un massimo di Euro 1,13, con un valore intermedio di Euro 0,95,*
- (ii) secondo l'analisi di Citi, esprimono un valore fondamentale dell'Azione RCS compreso tra un minimo di Euro 0,94 e un massimo di Euro 1,33, e*
- (iii) secondo l'analisi di UniCredit, esprimono un valore fondamentale dell'Azione RCS compreso tra un minimo di Euro 0,86 e un massimo di Euro 1,26".⁽¹⁷⁾*

Tutti i valori risultano superiori rispetto al Valore Unitario di Conferimento.

7. 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", considerando i "prezzi obiettivo" (*"target prices"*) espressi dagli analisti finanziari (*"equity analysts"*) che coprono il titolo RCS.

Al 7 aprile 2016, data successiva alla diffusione del Piano 2016-2018, ma antecedente l'Offerta Pubblica di Scambio, gli studi degli analisti disponibili fornivano il seguente valore di sintesi.

¹⁷⁾ Fonte: RCS, "Comunicato del Consiglio di Amministrazione di RCS del 17 giugno 2016", pag. 24, nostra sottolineatura.

RCS	Target Prices
Target Price medio	Euro 0,81

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

Il *target price* medio espresso dai suddetti studi era pari a Euro 0,81, e quindi superiore rispetto al Valore Unitario di Conferimento.

8. 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 e 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. 14 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)*", estrazione al 21 giugno 2016.

¹⁹⁾ In particolare sono state escluse le seguenti società: "CED-IT Caltagirone Editore S.p.A.", "TMG-NL Telegraaf Media Groep NV Cert.of Shs", "SCHA-NO, Schibsted Asa Class A" oltre a "RCS-IT, RCS".

	Identifier	Name
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	IPDC-IE	Independent News & Media Plc
7	SAA1V-FI	Sanoma Oyj
8	TAMN-CH	Tamedia AG
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 2017, 2018). Tale scelta deriva dall’assunto che, come peraltro comunicato da RCS, la *performance* della società “*considerati i minori oneri non ricorrenti previsti e le misure del Piano Industriale RCS, potrebbe essere considerata significativa a partire dal 2017*” (20).

In particolare:

1. Si è considerato, per le società ricomprese nel campione selezionato, l’*Enterprise Value* (“EV”) fornito da FactSet (21) e riferito alla data del 31 marzo 2016.
2. Si sono considerati i dati relativi all’Ebitda medio di *consensus* per gli anni 2017, 2018, sempre forniti dalla banca dati FactSet (22).
3. Si è quindi considerato quale dato di sintesi la media 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, nel periodo di riferimento, 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.

Multipli Campione di imprese comparabili	
	Media
EV/Ebitda 2017	6,65 x
EV/Ebitda 2018	6,29 x

20) Al riguardo si veda: RCS, “*Comunicato del Consiglio di Amministrazione di RCS del 17 giugno 2016*”, pag. 16.

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

22) Data di estrazione: 21 giugno 2016.

Sulla base del valore medio 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, stimati per gli anni 2017-2018 ⁽²³⁾.
2. Sulla base del multiplo medio desumibile dal campione di imprese comparabili considerate è stato quindi determinato l'EV di RCS alla data di riferimento del 31 marzo 2016.
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.

²³⁾ In particolare le informazioni desumibili dal Piano 2016-2018 sono state anche riscontrate con le previsioni medie e massime fornite da FactSet (al 21 giugno 2016).

9. 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 marzo 2016, 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 0,7024.

Milano, 22 giugno 2016

Prof. Andrea Amaduzzi
