

# Bit Market Services

Informazione Regolamentata n. 0145-40-2016	Data/Ora Ricezione 17 Giugno 2016 19:16:56	MTA
--	--	-----

Societa' : RCS MEDIAGROUP  
Identificativo : 75859  
Informazione  
Regolamentata  
Nome utilizzatore : RCSMEDIAGROUPN01 - FERRARA  
Tipologia : IROP 04  
Data/Ora Ricezione : 17 Giugno 2016 19:16:56  
Data/Ora Inizio : 17 Giugno 2016 19:31:57  
Diffusione presunta  
Oggetto : Allegato B al comunicato dell'Emittente

*Testo del comunicato*

Vedi allegato.



17 June 2016

The Board of Directors  
**RCS MediaGroup S.p.A.**  
**Via Rizzoli 8**  
**20132 Milan**

Members of the Board:

You have requested our opinion as to the fairness, from a financial point of view, to the holders of the ordinary shares of RCS MediaGroup S.p.A. (“**RCS**”) (other than DI. VI. Finanziaria di Diego della Valle & C. S.r.l., Diego della Valle & C S.r.l., Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A., UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (also on behalf of UnipolSai Finance S.p.A.), Pirelli & C. S.p.A. and International Acquisitions Holding S.à r.l. (a company indirectly controlled by Investindustrial VI L.P.) (collectively, the “**Offerors**”) and their respective affiliates) of the Offer Consideration (defined below) to be received by such holders (other than the Offerors and their respective affiliates) pursuant to the unsolicited public cash tender offer made by the Offerors, acting through International Media Holding S.p.A. (“**IMH**”), a newly established company, pursuant to Articles 101 *bis* et seq. of Legislative Decree No. 58/1998, as amended (the “**Italian Securities Act**”) (the “**IMH Offer**”), as announced by the Offerors on May 16<sup>th</sup>, 2016 (the “**Announcement**”).

As more fully described in the offer document published by IMH on June 11<sup>th</sup>, 2016 (the “**Offer Document**”), in connection with, and pursuant to the terms and conditions of, the IMH Offer, each holder of outstanding ordinary shares of RCS (each a “**RCS Ordinary Share**”) will have the right to receive a consideration equal to Euro 0.70 per each RCS Ordinary Share tendered (the “**Offer Consideration**”). Based on the information made available to us (as better described in the paragraphs below), the IMH Offer will be made to the holders of 403,937,789 RCS Ordinary Shares, which are all of the issued and outstanding RCS Ordinary Shares as of June 11<sup>th</sup>, 2016, including any treasury shares held by RCS (and excluding the 117,927,168 RCS Ordinary Shares already held by the Offerors), and be subject, among other things, to the condition that RCS Ordinary Shares representing at least 66.70% of the issued and outstanding share capital of RCS are tendered (including the RCS Ordinary Shares already held by the Offerors as of June 11<sup>th</sup>, 2016). The Offerors announced that they reserve the right to waive such condition, provided that, among other things, RCS Ordinary Shares representing at least 30% (+1 share) of the issued and outstanding RCS share capital will have been tendered in the IMH Offer (including the RCS Ordinary Shares already held by the Offerors as of June 11<sup>th</sup>, 2016). In this respect, we observed, and considered in our analysis, that the IMH Offer is aimed at obtaining a *de facto* control stake in RCS, but that the Offerors do not presently intend to delist the RCS Ordinary Shares.

As you are aware, on June 13<sup>th</sup>, 2016, Cairo Communication S.p.A. (“**Cairo**”) commenced – pursuant to Articles 102 and 106, paragraph 4, of the Italian Securities Act – an unsolicited public exchange offer relating to all of the issued and outstanding RCS Ordinary Shares (the “**Cairo Offer**”). Pursuant to the Italian Securities Act, the IMH Offer represents a competitive tender offer with respect to the Cairo Offer.

In arriving at our opinion, we reviewed the Announcement and a copy of the Offer Document, and held discussions with certain senior officers, directors and other representatives and advisors of RCS concerning the businesses, operations and prospects of RCS. We also reviewed certain financial forecasts and other information and data relating to RCS, which were provided to or discussed with us by the management of RCS, and examined certain publicly available business



and financial information relating to RCS. We reviewed the financial terms of the IMH Offer as set forth in the Offer Document in relation to, among other things, current and historical market prices and trading volumes of the RCS Ordinary Shares; the historical and projected earnings and other operating data of RCS; target trading prices for RCS published by equity research analysts; and the capitalization and financial condition of RCS. We considered, to the extent publicly available, the financial terms of certain other transactions which we considered relevant in evaluating the IMH Offer and analyzed certain financial, stock market and other publicly available information relating to the businesses of other companies whose operations we considered relevant in evaluating those of RCS. In addition to the foregoing, we conducted such other analyses and examinations and considered such other information and financial, economic and market criteria as we deemed appropriate in arriving at our opinion. The issuance of our opinion has been authorized by our fairness opinion committee.

In rendering our opinion, we have assumed and relied, without independent verification, upon the accuracy and completeness of all financial and other information and data publicly available or provided to or otherwise reviewed by or discussed with us, and upon the assurances of the management of RCS that they are not aware of any relevant information that has been omitted or that remains undisclosed to us. With respect to financial forecasts and other information and data relating to RCS provided to or otherwise reviewed by or discussed with us, we have been advised by the management of RCS that such forecasts and other information and data were reasonably prepared on bases reflecting the best currently available estimates and judgments of the management of RCS as to the future financial performance of RCS. We do not take responsibility for such estimates and projections, or the basis on which they were prepared. No representation or warranty, express or implied, is made as to the accuracy or completeness of such information and nothing contained herein is, or shall be relied upon as, a representation, whether as to the past, the present or the future.

We have assumed that the IMH Offer will be consummated in accordance with the terms provided in the Offer Document and other communications by IMH or the Offerors in relation to the IMH Offer, without waiver, modification or amendment of any material term, and that, in the course of obtaining the necessary regulatory or third party approvals, consents and releases for the IMH Offer, no delay, limitation, restriction or condition will be imposed that would have an adverse effect on RCS or the IMH Offer. We further have assumed that the final terms of the IMH Offer will not vary materially from those set forth in the Offer Document reviewed by us. We have not made or been provided with an independent evaluation or appraisal of the assets or liabilities (contingent or otherwise) of RCS, nor have we made any physical inspection of the properties or assets of RCS. We were not requested to, and we did not, participate in the negotiation and/or structuring of the IMH Offer or the Cairo Offer. We express no view as to, and our opinion does not address, the relative merits of the IMH Offer as compared to any alternative business strategies that might exist for RCS or the effect of any other transaction in which RCS might engage or that may be proposed to the holders of RCS Ordinary Shares, including the Cairo Offer. Nothing in this opinion should be construed to represent a comparison between the IMH Offer, the Cairo Offer or any other offer. Our opinion is necessarily based upon information available to us, and financial, stock market and other conditions and circumstances existing, as of the date hereof. It should be understood that subsequent developments may affect this opinion and that we do not have any obligation to update, revise, or reaffirm this opinion. Our opinion is limited to the adequacy, from a financial point of view, to the holders of the RCS Ordinary Shares (other than the Offerors and their respective affiliates) of the Offer Consideration in the IMH Offer.

A brief summary of certain analyses and valuation methodologies performed for the purposes of this opinion is attached hereto as Appendix A. This summary should not be considered to be, nor



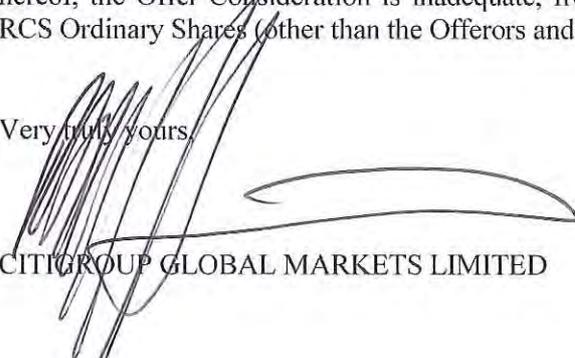
does it represent, a comprehensive description of all analyses performed.

In accordance with the terms of our engagement, Citigroup Global Markets Limited has acted as financial advisor to RCS in connection with the IMH Offer and the Cairo Offer and will receive a fee for such services, a significant portion of which is contingent upon the Board achieving certain objectives of enhancement of company and shareholder value. We also will receive a fee for the delivery of this opinion. We and our affiliates in the past have provided, and currently provide, services to RCS, Pirelli & C. S.p.A., DI. VI. Finanziaria di Diego della Valle & C. S.r.l., Diego della Valle & C S.r.l., Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. and UnipolSai Assicurazioni S.p.A., and may in the future provide services to RCS or any of the Offerors and their respective affiliates for which services we and such affiliates have received and in the future may receive compensation. In the ordinary course of our business, we and our affiliates may actively trade or hold the securities of RCS, and any of the Offerors or their respective affiliates for our own account or for the account of our customers and, accordingly, may at any time hold a long or short position in such securities. In addition, we and our affiliates (including Citigroup Inc. and its affiliates) may maintain relationships with RCS, any of the Offerors and their respective affiliates.

Our advisory services and the opinion expressed herein are provided for the information of the Board of Directors of RCS in its evaluation of the IMH Offer, and our opinion is not intended to be and does not constitute a recommendation to any shareholder as to how such shareholder should act on any matters relating to the IMH Offer.

Based upon and subject to the foregoing, our experience as investment bankers, our work as described above and other factors we deemed relevant, we are of the opinion that, as of the date hereof, the Offer Consideration is inadequate, from a financial point of view, to the holders of RCS Ordinary Shares (other than the Offerors and their respective affiliates).

Very truly yours,



CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED



## Appendix A

We set out in this appendix a brief summary of certain analyses and valuation methodologies performed for the purpose of arriving at the opinion to which this appendix is attached (the "Opinion"). Capitalized terms used but not defined in this appendix have the meanings ascribed thereto in the Opinion. This summary is qualified in its entirety by reference to the full text of the Opinion. This summary should not be considered to be, nor does it represent, a comprehensive description of all analyses performed and factors considered in connection with the Opinion.

In preparing the Opinion, we performed a variety of financial and comparative analyses, including those described below. The preparation of a fairness opinion is a complex analytical process involving various determinations as to the most appropriate and relevant methods of financial analysis and the application of those methods to the particular circumstances, and, therefore, a fairness opinion is not readily susceptible to summary description. We arrived at the Opinion based on the results of all analyses undertaken by us and assessed as a whole, and did not draw, in isolation, conclusions from or with regard to any one factor or method of analysis for purposes of the Opinion. Accordingly, we believe that our analyses must be considered as a whole and that selecting portions of our analyses and factors, without considering all analyses and factors, could create a misleading or incomplete view of the processes underlying our analyses and the Opinion.

For the purpose of the Opinion, we considered sector trends, commercial, financial, economic and market conditions and other matters existing as of the date of the Opinion, many of which are not under RCS' control. No company, activity or transaction used herein for comparability purposes is identical to RCS. An evaluation of these analyses is not entirely mathematical; rather, our analyses required complex considerations and judgments around financial and operating features, as well as other factors, which may have an impact on the acquisition value, the stock market value or other valuations of the companies and the transactions analyzed by us.

The estimates contained in our analyses and the valuation ranges resulting from any particular analysis are not necessarily indicative of actual values or predictive of future results or values, which may be significantly more or less favorable than those suggested by our analyses. In addition, analyses relating to the value of businesses or securities do not purport to be appraisals or to reflect the prices at which businesses or securities actually may be sold or acquired. Accordingly, the estimates used in, and the results derived from, our analyses are inherently subject to substantial uncertainty.

In the preparation of the Opinion, for the purpose of the valuation of RCS we performed, among others, a discounted cash flow analysis, we analysed the target trading prices for the RCS Ordinary Shares published by equity research analysts, we analyzed the historical trading prices for the RCS Ordinary Shares and the premia paid on relevant precedent Italian tender offers, and we reviewed selected precedent transactions in the media and publishing sectors.

Although we considered a selected companies analysis (which is an analysis designed to estimate an implied value of a company through an analysis of the public valuation and trading multiples of similar publicly traded companies), for the purpose of the Opinion we have not deemed it a relevant valuation methodology. In particular, we attributed a higher relevance to the DCF, the current and past trading levels, as well as target prices by equity research analysts.



### **Discounted Cash Flow Analysis**

The discounted cash flow (“DCF”) analysis is an analysis designed to estimate the implied value of a company by calculating the present value of the estimated future unlevered free cash flows of that company over the projection period and the terminal value of that company at the end of the projection period.

We calculated the estimated present value of the unlevered, after-tax free cash flows that RCS was forecasted to generate on a sum of the parts basis, including RCS’s Italian and Spanish operations. The forecasted amounts for the last three quarters of calendar year 2016 and calendar years through December 31, 2018 and 2020 (as the case may be) were based on certain financial information and forecasts relating to RCS which were provided to us by the management of RCS (in particular, for RCS’s Spanish operations, the 2016-2020 financials used by the RCS Board of Directors for conducting the impairment test for purposes of its 2015 annual financial statements and, for the Italian operations, 2016-2018 financials from the RCS’s business plan). By their nature, such forecasts include subjective elements, which may be inaccurate.

In terms of weighted average cost of capital for RCS, Citi has considered values both including and excluding a small cap risk premium (“SCRIP”). The SCRIP is by some valuers deemed statistically significant for companies whose market capitalizations are within the tenth decile globally. For RCS, we have considered a SCRIP of 2.69% based on the 2015 Duff & Phelps Valuation Handbook.

Based on our professional judgment and experience, we then calculated the implied estimated terminal value for RCS’s Italian and Spanish operations based on perpetuity growth rates ranging from -0.5% to 0.5% and -0.5% to 0.5%, respectively, and then discounted to present value (as of March 31, 2016) the unlevered, after-tax free cash flows and implied estimated terminal value using discount rates ranging from 9.4% to 10.4% (7.4% to 8.4% with no SCRIP) for the Italian operations and 9.4% to 10.4% (7.4% to 8.4% with no SCRIP) for the Spanish operations, reflecting an estimate of the weighted average cost of capital of these two businesses of RCS.

For the purpose of determining the approximate implied per share equity value, the enterprise value range stemming from this analysis was then adjusted in respect of RCS’s investments in associates, net debt, deferred tax assets and certain other items, based on information in RCS’s public financial statements or included in the financial forecasts provided to us by RCS’s management.

By computing a range where the minimum and the maximum are the mid-point of the DCF with and without SCRIP respectively, the results of this analysis yielded a range of values per RCS Ordinary Share of between €0.94 and €1.33.

### **Equity Research Analysts Target Prices**

We performed an equity research target prices analysis, which is an analysis designed to estimate the share price of a company through the target prices of selected equity research analysts. We reviewed, to the extent publicly available, the target prices of six selected equity



research analysts for the RCS Ordinary Shares prior to the announcement by Cairo Communication S.p.A. (“Cairo”) of its intention to launch a public voluntary exchange offer on RCS (or April 8<sup>th</sup>, 2016, the “Cairo Announcement Date”), which are set forth in the table below (ordered by date):

Date	Broker	Target Price
4-Apr-2016	Mediobanca	€0.96
31-Mar-2016	Equita SIM	€0.78
29-Mar-2016	Kepler Cheuvreux	€0.70
24-Mar-2016	Banca Akros	€0.85
23-Mar-2016	Intermonte	€0.80
7-Mar-2016	Banca Aletti	€0.75

This analysis indicated a per share equity value reference range for RCS of between €0.70 and €0.96 (minimum and maximum of selected equity research analysts target prices), with a median of €0.79 and an average of €0.81.

#### **Historical Share Price and Italian Public Tender Offers Premia**

We reviewed the current and historical trading prices for the RCS Ordinary Shares in the last twelve months (“LTM”) prior to the Cairo Announcement Date. The volume weighted average price (“VWAP”) for RCS at one day, one month, three months, six months and twelve months prior to the Announcement date were €0.41, €0.49, €0.55, €0.59 and €0.75, respectively. In order to reflect the change of control nature of the transaction, we applied a premium based on the median premia for each relevant period paid in public tender offer precedent transactions in Italy using unaffected premia we calculated based on our experience. The median unaffected premia of selected Italian tender offer precedent transactions were 28.0%, 27.2%, 33.0%, 34.8% and 36.9% at one day, one month, three months, six months and twelve months prior to the last relevant unaffected date, respectively. Therefore, the VWAP for RCS, as adjusted for the Italian tender offer premia, were €0.52, €0.62, €0.73, €0.79 and €1.03 at one day, one month, three months, six months and twelve months, respectively.

#### **Selected Transactions Analysis**

We performed a selected transactions analysis, which is an analysis designed to estimate the implied value of a company through an analysis of the multiples paid in acquisitions of similar publicly traded companies. We reviewed, to the extent publicly available, financial information for 6 selected transactions in the publishing and advertising sectors announced between 2011 and 2015 (the “RCS Selected Transactions”). The RCS Selected Transactions are set forth in the table below (ordered by date):

Date	Transaction
Sep-15	Trinity Mirror / Local Words
Aug-15	Exor / The Economist
Jul-15	Nikkei / Financial Times
Jun-14	De Persgroep / Mecom
Jul-13	Funke Medien Gruppe / Axel Springer
Dec-11	A-pressen / Edda Media



For each of the RCS Selected Transactions, Citi reviewed enterprise values of the RCS Selected Transactions, calculated as the purchase prices paid for the target companies' equity plus debt, less cash and cash equivalents and other adjustments, as multiples, to the extent publicly available, of the EBITDA for the LTM prior to the announcement of the relevant transaction or other relevant measurement date. The observed multiples of enterprise value to LTM EBITDA for the RCS Selected Transactions ranged from a low of 3.0x to a high of 16.9x (with a median of 8.5x and an average of 9.3x). Based on our professional judgment and experience, and taking into consideration the observed multiples for the RCS Selected Transactions, we then applied a selected range of multiples of enterprise value to LTM EBITDA of 8.5x and 9.3x to the LTM EBITDA of RCS as of March 31, 2016. Financial data of RCS were based on certain publicly available financial information as well as on the forecasts relating to RCS provided to us by the management of RCS, as described above. This analysis indicated an approximate implied per share equity value reference range of between €0.94 and €1.08.

**IL PRESENTE DOCUMENTO COSTITUISCE UNA TRADUZIONE DEL PARERE REDATTO IN ORIGINALE IN LINGUA INGLESE DA CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED IN FAVORE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI RCS MEDIAGROUP S.P.A. LA TRADUZIONE IN ITALIANO DI SEGUITO RIPORTATA È STATA PRODOTTA A PURO TITOLO DI CORTESIA ED IN CASO DI INCOERENZA TRA LA SEGUENTE TRADUZIONE ED IL PARERE ORIGINALE IN LINGUA INGLESE, QUEST’ULTIMO PREVALE.**

**17 Giugno 2016**

Alla Cortese Attenzione del:  
Consiglio di Amministrazione  
**RCS MediaGroup S.p.A.**  
**Via Rizzoli 8**  
**20132 Milano**

Ai membri del Consiglio di Amministrazione di RCS MediaGroup S.p.A.

Avete richiesto il nostro parere in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, nei confronti dei detentori di azioni ordinarie (le “Azioni Ordinarie”) di RCS MediaGroup S.p.A. (“RCS”) (eccezion fatta per DI. VI. Finanziaria di Diego della Valle & C. S.r.l., Diego della Valle & C S.r.l., Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A., UnipolSai Assicurazioni S.p.A. (anche per conto di UnipolSai Finance S.p.A.), Pirelli & C. S.p.A. e International Acquisitions Holding S.à r.l. (una società controllata indirettamente da Investindustrial VI L.P.) (insieme gli “Offerenti”) e le società affiliate) del Corrispettivo Offerito (come definito di seguito) che sarà ricevuto dai detentori stessi (eccezion fatta per gli Offerenti e le società affiliate) secondo i termini dell’offerta pubblica di acquisto volontaria effettuata dagli Offerenti attraverso International Media Holding S.p.A. (“IMH”), una società di nuova costituzione, ai sensi degli articoli 101 *bis* et seq. del Decreto Legislativo N. 58/1998, e successive modifiche (il “Testo Unico della Finanza”) ( l’ “**Offerta IMH**”), come annunciato dagli Offerenti in data 16 maggio 2016 (l’ “**Annuncio**”).

Come descritto in dettaglio nel documento di Offerta pubblicato da IMH in data 11 giugno 2016 (il “**Documento di Offerta**”), e secondo i termini e le condizioni dell’Offerta IMH, ciascun detentore di Azioni Ordinarie RCS (ognuna “**Azione Ordinaria RCS**”) avrà il diritto di ricevere un corrispettivo in contanti pari a Euro 0,70 per ogni Azione Ordinaria RCS offerta in adesione (il “**Corrispettivo Offerito**”). Sulla base delle informazioni che ci sono state fornite (come meglio descritto nei paragrafi seguenti), l’Offerta IMH sarà rivolta ai detentori di 403.937.789 Azioni Ordinarie RCS, che rappresentano il totale delle Azioni Ordinarie RCS in circolazione alla data dell’11 giugno 2016, incluse le azioni proprie detenute da RCS (ed escludendo le 117.927.168 Azioni Ordinarie RCS già detenute dagli Offerenti), ed è soggetta, tra le altre cose, alla condizione che le Azioni Ordinarie RCS in adesione rappresentino almeno il 66,70% del totale delle azioni in circolazione di RCS (inclusendo le Azioni Ordinarie RCS già detenute dagli Offerenti all’11 giugno 2016). Gli Offerenti hanno annunciato che si riservano il diritto di rinunciare a tale condizione, a patto che, tra le altre cose, le Azioni Ordinarie RCS portate in adesione all’Offerta IMH rappresentino almeno il 30% (+1 azione) del totale delle Azioni Ordinarie in circolazione di RCS (incluse le Azioni Ordinarie RCS già detenute dagli Offerenti all’11 giugno 2016). A questo riguardo, abbiamo osservato, e considerato nella nostra analisi, che l’Offerta IMH è volta al conseguimento di una quota di controllo di fatto in RCS, ma che gli Offerenti attualmente non intendono rimuovere la quotazione delle azioni ordinarie di RCS.

Siete a conoscenza del fatto che, in data 13 giugno 2016, è iniziato – ai sensi degli articoli 102 e 106, comma 4, del Testo Unico della Finanza – il periodo di adesione all’offerta pubblica di scambio promossa da Cairo Communication S.p.A. (“Cairo”) su tutte le Azioni Ordinarie RCS in circolazione (l’ **“Offerta Cairo”**). Ai sensi del Testo Unico della Finanza, l’Offerta IMH rappresenta un’offerta concorrente rispetto all’Offerta Cairo.

Ai fini del nostro parere, abbiamo esaminato l’Annuncio e una copia del Documento di Offerta, nonché abbiamo discusso con alcuni dirigenti, amministratori e altri rappresentanti e consulenti di RCS gli aspetti commerciali, operativi e le prospettive di RCS. Abbiamo inoltre esaminato alcune proiezioni finanziarie e altre informazioni e dati relativi a RCS che ci sono stati forniti da o che abbiamo discusso con la dirigenza di RCS, ed esaminato alcune informazioni pubbliche di natura finanziaria e commerciale relative a RCS. Abbiamo esaminato le condizioni finanziarie dell’Offerta IMH come presentate nel Documento di Offerta relative, tra le altre cose, a: i prezzi di mercato (attuali e storici); i volumi di scambio delle Azioni Ordinarie RCS; i risultati economici storici e prospettici e altre informazioni operative su RCS; i prezzi *target* per RCS pubblicati dagli analisti di *equity research*; la capitalizzazione di mercato e la situazione finanziaria di RCS. Abbiamo preso in considerazione, per quanto disponibili pubblicamente, i termini finanziari di alcune operazioni da noi considerate rilevanti ai fini della valutazione dell’Offerta IMH e analizzato alcune informazioni finanziarie e di mercato ed altre informazioni pubblicamente disponibili relative alle attività di altre società che abbiamo ritenute rilevanti per la valutazione delle attività di RCS. In aggiunta a quanto citato sopra, abbiamo condotto altri tipi di valutazioni e analisi, e abbiamo considerato altre informazioni ed alcuni criteri finanziari, economici e di mercato che abbiamo ritenuto rilevanti per giungere al nostro parere. Il rilascio del nostro parere è stato autorizzato dal nostro comitato di *fairness opinion*.

Nel fornire il nostro parere, abbiamo fatto affidamento e considerato quale presupposto, senza effettuare verifiche indipendenti, l’accuratezza e la completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, e dei dati pubblici disponibili o fornitici o comunque rivisti da o discussi con noi nonché la rassicurazione da parte della dirigenza di RCS di non essere a conoscenza dell’esistenza di informazioni rilevanti che siano state omesse o che non ci siano state rese note. Per quanto riguarda le proiezioni finanziarie e le altre informazioni e dati relativi a RCS che ci sono stati forniti o che sono stati rivisti o discussi con noi, siamo stati informati dalla dirigenza di RCS che tali proiezioni e altre informazioni e dati sono stati ragionevolmente preparati su basi che riflettono le migliori stime attualmente disponibili e giudizi della dirigenza di RCS in riferimento alla futura *performance* finanziaria di RCS. Non ci assumiamo alcuna responsabilità su tali stime e proiezioni, nonché sulle informazioni sulla base delle quali sono state elaborate. Nessuna garanzia, espressa o implicita, viene rilasciata sulla accuratezza o sulla completezza delle informazioni ivi contenute e nulla di quanto presentato è oppure può essere considerato come una rappresentazione del passato, del presente o del futuro.

Abbiamo assunto che l’Offerta IMH sarà condotta in conformità ai termini del Documento di Offerta e alle ulteriori comunicazioni di IMH o degli Offerenti inerenti l’Offerta IMH, senza rinuncia, correzione o revisione significativa di nessun termine, e che, durante il processo volto ad ottenere le necessarie approvazioni, consensi e autorizzazioni da parte delle autorità regolamentari o di parti terze per l’Offerta IMH, non sarà imposto alcun ritardo, limitazione, restrizione o condizione che possa avere un effetto negativo su RCS o l’Offerta IMH. Abbiamo inoltre assunto che i termini definitivi dell’Offerta IMH non saranno sostanzialmente differenti da quelli esposti nel Documento di Offerta che abbiamo esaminato. Non abbiamo fatto, né ci sono state fornite valutazioni indipendenti o stime delle attività o passività (potenziali e non) di RCS, né abbiamo

condotto alcuna ispezione fisica delle proprietà o dei beni di RCS. Non ci è stato chiesto di partecipare, e non abbiamo partecipato, alla negoziazione e/o alla strutturazione dell'Offerta IMH, né dell'Offerta Cairo. Non esprimiamo alcun giudizio su, e il nostro parere non riguarda, né il relativo merito dell'Offerta IMH rispetto ad altre strategie commerciali alternative che potrebbero esistere per RCS, né l'effetto di qualsiasi altra operazione che RCS potrebbe intraprendere o che potrebbe essere proposta ai possessori di Azioni Ordinarie RCS, inclusa l'Offerta Cairo. Nessuna parte di questo parere rappresenta una comparazione tra l'Offerta IMH, l'Offerta Cairo o altre offerte. Il nostro giudizio si basa necessariamente su informazioni a nostra disposizione, e sulle condizioni e circostanze, incluse quelle finanziarie e di mercato, esistenti alla data odierna. Rimane inteso che eventi successivi possono incidere sul parere e che non abbiamo alcun obbligo di aggiornare, modificare o di riconfermare tale parere. Il nostro parere è limitato alla congruità, da un punto di vista finanziario, del Corrispettivo Offerito nell'Offerta IMH per i possessori di Azioni Ordinarie RCS (ad eccezione degli Offerenti e delle rispettive affiliate).

Un breve riassunto di alcune analisi e metodologie di valutazione utilizzate ai fini dell'elaborazione del parere è allegato come Appendice A. Questa sintesi non deve essere considerata, né rappresenta, una descrizione esaustiva di tutte le analisi effettuate.

In linea con i termini della nostra lettera di incarico, Citigroup Global Markets Limited ha agito come consulente finanziario di RCS in relazione all'Offerta IMH e all'Offerta Cairo e riceverà un compenso per tali servizi, una parte significativa del quale è subordinato al raggiungimento di determinati obiettivi di sviluppo della società e di valore per gli azionisti. Riceveremo inoltre un compenso per la consegna di questo parere. La sottoscritta e le proprie consociate in passato hanno prestato, e attualmente prestano, alcuni servizi a RCS, Pirelli & C. S.p.A., DI. VI. Finanziaria di Diego della Valle & C. S.r.l., Diego della Valle & C S.r.l., Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e UnipolSai Assicurazioni S.p.A. e potrebbero in futuro prestare servizi a RCS o a qualunque degli Offerenti e alle loro rispettive affiliate, per i quali servizi la sottoscritta e le proprie consociate hanno ricevuto e potrebbero ricevere in futuro un compenso. Nel corso della nostra attività ordinaria, la sottoscritta e le proprie consociate potranno negoziare attivamente o detenere titoli di RCS e qualunque degli Offerenti o delle rispettive società affiliate in conto proprio o per conto dei propri clienti e, di conseguenza, potrebbero in qualsiasi momento detenere una posizione lunga o corta su tali titoli. Inoltre, la sottoscritta e le proprie consociate (tra cui Citigroup Inc. e le sue affiliate) potrebbero continuare ad intrattenere rapporti con RCS e gli Offerenti e le rispettive società affiliate.

I nostri servizi di consulenza e il parere espresso nel presente documento sono forniti a beneficio del Consiglio di Amministrazione di RCS per la sua valutazione dell'Offerta IMH, e il nostro parere non è inteso come e non costituisce una raccomandazione ad alcun azionista su come dovrebbe agire nelle questioni relative all'Offerta IMH.

Sulla base di e fermo restando quanto sopra, sulla base della nostra esperienza di *investment bankers*, sul nostro lavoro come descritto e su altri fattori che abbiamo ritenuto rilevanti, siamo del parere che, alla data odierna, il Corrispettivo Offerito sia non congruo, da un punto di vista finanziario, per i titolari di Azioni Ordinarie RCS (diversi dagli Offerenti e dalle rispettive affiliate).

Cordiali saluti,

CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED

## Appendice A

Nella presente appendice viene fornito un breve riassunto di alcune delle analisi e delle metodologie di valutazione utilizzate per elaborare il parere a cui questa appendice fa riferimento (il "Parere"). I termini usati in maiuscolo ma non definiti in questa appendice hanno il significato che ad essi si è attribuito nel Parere. Il presente riassunto deve essere letto e interpretato nella sua interezza in congiunzione con il testo integrale del Parere. Questo riassunto non deve essere considerato, né rappresenta, una descrizione esaustiva di tutte le analisi effettuate e di tutti i fattori considerati in relazione al Parere.

Nel preparare il Parere, abbiamo effettuato una serie di analisi finanziarie e comparative, comprese quelle descritte di seguito. La preparazione di un parere di congruità è un processo analitico complesso che richiede varie determinazioni in merito sia ai metodi di analisi finanziaria più adeguati e pertinenti, sia all'applicazione degli stessi alle circostanze specifiche, e, di conseguenza, un parere di congruità non si adatta bene ad una descrizione riassuntiva. Le conclusioni del Parere si basano sui risultati di tutte le analisi da noi effettuate e valutate nel loro insieme, e non abbiamo tratto, in modo isolato, conclusioni da o in relazione a un solo fattore o metodologia di analisi ai fini della predisposizione del Parere stesso. Di conseguenza, riteniamo che le nostre analisi debbano essere considerate nel loro insieme e che selezionare una parte delle metodologie e dei fattori, senza considerarle nella loro interezza, potrebbe creare un quadro fuorviante o incompleto dei processi alla base delle nostre analisi e del Parere.

Ai fini del Parere, abbiamo preso in considerazione le tendenze del settore, le condizioni finanziarie, commerciali, economiche e di mercato ed altri elementi esistenti alla data del Parere, molte delle quali non sono sotto il controllo di RCS. Nessuna società, attività o operazione, qui utilizzate a fini di comparabilità è identica a RCS. Una valutazione di queste analisi non è del tutto matematica; al contrario, le nostre analisi hanno richiesto complesse considerazioni e valutazioni circa le caratteristiche finanziarie ed operative, così come circa altri fattori, che possono avere un impatto sul valore di acquisto, sul valore di mercato o su altre valutazioni delle società e delle operazioni da noi analizzate.

Le stime contenute nelle nostre analisi e gli intervalli di valutazione derivanti da una qualsiasi metodologia specifica non sono necessariamente indicativi dei valori correnti, né in grado di anticipare risultati e valori futuri, che potrebbero essere significativamente più o meno favorevoli di quelli suggeriti dalle nostre analisi. Inoltre, le analisi relative al valore delle attività o dei titoli non pretendono di essere valutazioni o stime dei prezzi ai quali le attività o i titoli stessi possano essere realmente venduti o acquistati. Di conseguenza, le stime usate, e i risultati ottenuti tramite le nostre analisi sono intrinsecamente soggetti a notevole incertezza.

Nella preparazione del Parere per la valutazione delle Azioni Ordinarie RCS, Citi ha adoperato le seguenti metodologie di valutazione: l'analisi dei flussi di cassa scontati o *discounted cash flows* ("DCF"), i prezzi *target* delle Azioni Ordinarie RCS pubblicati dagli analisti di *equity research* ritenuti rilevanti, abbiamo analizzato i prezzi storici delle Azioni Ordinarie RCS e i premi riconosciuti in precedenti offerte pubbliche d'acquisto promosse in Italia e abbiamo analizzato alcune selezionate operazioni nei settori dei media e dell'editoria.

Sebbene Citi abbia analizzato un insieme selezionato di società per la formulazione delle proprie analisi (esercizio volto a determinare il valore implicito della società tramite l'analisi della valorizzazione e dei multipli di mercato di società quotate comparabili) non si è ritenuta rilevante tale metodologia ai fini del Parere. In particolare, Citi ha ritenuto maggiormente rilevante l'analisi DCF,

l'andamento di mercato corrente e passato dei titoli oltre ai prezzi *target* degli analisti di *equity research*.

### **Analisi dei Flussi di Cassa Scontati (*discounted cash flows*)**

L'analisi basata sui flussi di cassa attualizzati ("DCF") è un'analisi finalizzata alla stima del valore implicito di una società ottenuto calcolando il valore attuale dei flussi di cassa operativi futuri stimati della società stessa durante il periodo di proiezione e del valore terminale della società al termine del medesimo periodo di proiezione.

Abbiamo calcolato il valore attuale atteso dei flussi di cassa operativi, al netto delle imposte, che si è previsto RCS possa generare sulla base dell'approccio somma delle parti, che include le attività di RCS in Italia ed in Spagna. Gli importi previsti per gli ultimi tre trimestri dell'anno 2016 e per i successivi anni fino al 31 dicembre 2018 e 2020 (a seconda del caso) si basano su informazioni finanziarie e previsioni su RCS che ci sono state fornite dalla dirigenza di RCS stessa (in particolare, per le attività di RCS in Spagna, i dati 2016-2020 usati dal Consiglio di Amministrazione di RCS ai fini dell'*impairment test* svolto per la redazione del bilancio 2015 e, con riferimento alle attività italiane, il *business plan* 2016-2018). Per loro natura, tali previsioni includono elementi soggettivi che potrebbero non essere accurati.

Per la determinazione del costo medio ponderato del capitale ("*weighted average cost of capital*" o "WACC"), Citi ha preso in considerazione valori che includono ed escludono l'utilizzo di un premio per il rischio in relazione alla dimensione della società ("*small cap risk premium*" o "SCRP"). Lo SCRCP è considerato da taluni valutatori significativo da un punto di vista statistico per quelle società la cui capitalizzazione di borsa risulta di minore entità rispetto a quella delle società comprese nell'ultimo decile su scala globale. Per RCS, Citi ha utilizzato uno SCRCP del 2,69% sulla base delle stime contenute nel *2015 Duff & Phelps Valuation Handbook*.

Sulla base della nostra esperienza e del nostro giudizio professionale, abbiamo in aggiunta calcolato il valore terminale delle attività italiane e spagnole di RCS sulla base di tassi di crescita perpetua che vanno da -0,5% a 0,5% e da -0,5% a 0,5%, rispettivamente, e successivamente attualizzato alla data del 31 Marzo 2016 i flussi di cassa operativi al netto delle imposte e la stima del valore terminale implicito utilizzando tassi di sconto che vanno dal 9,4% al 10,4% (da 7,4% a 8,4% escludendo lo SCRCP) per le attività italiane e dal 9,4% al 10,4% (da 7,4% a 8,4% escludendo lo SCRCP) per le attività spagnole, che riflettono una stima del costo medio ponderato del capitale dei *business* di RCS.

Ai fini della determinazione dell'*equity value* implicito per Azione Ordinaria RCS, l'intervallo dell'*enterprise value* derivante da questa analisi è stato aggiustato per gli investimenti di RCS in società collegate, l'indebitamento finanziario netto, le attività fiscali differite ed alcuni altri elementi basati su informazioni contenute nel bilancio pubblicato da RCS o incluse nelle previsioni finanziarie a noi fornite dalla dirigenza di RCS.

Determinato un *range* in cui il minimo e il massimo sono rispettivamente il punto medio del DCF includendo ed escludendo lo SCRCP, i risultati di questa analisi hanno prodotto un intervallo di valore per Azione Ordinaria RCS tra €0,94 e €1,33.

### **Prezzi *target* degli analisti di *equity research***

Citi ha effettuato un'analisi dei prezzi *target* degli analisti di *equity research*, analisi volta alla stima del prezzo delle azioni di una società tramite i prezzi *target* di selezionati analisti di *equity research*. Abbiamo analizzato, nei limiti di quanto pubblicamente disponibile, i prezzi *target* delle Azioni

Ordinarie RCS di sei selezionati analisti di *equity research* pubblicati prima dell'annuncio di Cairo Communication S.p.A. ("Cairo") di voler promuovere un'offerta pubblica volontaria di scambio su RCS (8 Aprile 2016, la "Data dell'Annuncio di Cairo"), presentati nella tabella seguente (in ordine di data):

<b>Data</b>	<b>Broker</b>	<b>Prezzo Target</b>
4-Apr-2016	Mediobanca	€0,96
31-Mar-2016	Equita SIM	€0,78
29-Mar-2016	Kepler Cheuvreux	€0,70
24-Mar-2016	Banca Akros	€0,85
23-Mar-2016	Intermonte	€0,80
7-Mar-2016	Banca Aletti	€0,75

Questa analisi indica un intervallo di riferimento del valore per azione ordinaria di RCS tra €0,70 e €0,96 (prezzo *target* minimo e massimo degli analisti di *equity research* selezionati), con una mediana di €0,79 e una media di €0,81.

### **Prezzi storici e premi nelle Offerte Pubbliche italiane**

Citi ha inoltre analizzato i corsi azionari correnti e storici delle Azioni Ordinarie RCS negli ultimi dodici mesi ("*last twelve months*" o "LTM") prima della Data dell'Annuncio di Cairo. Il prezzo medio ponderato per i volumi ("*volume weighted average price*" o "VWAP") di RCS a un giorno, un mese, tre mesi, sei mesi e dodici mesi prima della data dell'Annuncio erano rispettivamente €0,41, €0,49, €0,55, €0,59 e €0,75. Ai fini di considerare il cambio di controllo derivante dall'operazione, abbiamo applicato un premio per il controllo basato sulla mediana dei premi pagati, per ogni periodo considerato, in precedenti offerte pubbliche in Italia; i premi utilizzati sono da considerarsi, sulla base della nostra esperienza, non influenzati ("*unaffected*") da notizie e *rumour* nelle operazioni in questione. Le mediane dei premi *unaffected* delle precedenti offerte pubbliche in Italia selezionate sono 28,0%, 27,2%, 33,0%, 34,8% e 36,9% rispettivamente a un giorno, un mese, tre mesi, sei mesi e dodici mesi prima dell'ultima data *unaffected* rilevante. Di conseguenza, i VWAP di RCS aggiustati per il premio delle offerte pubbliche in Italia sono rispettivamente €0,52, €0,62, €0,73, €0,79 e €1,03 a un giorno, un mese, tre mesi, sei mesi e dodici mesi.

### **Analisi delle Operazioni Selezionate**

Citi ha effettuato un'analisi di alcune operazioni selezionate, analisi finalizzata a stimare il valore implicito di una società attraverso l'analisi dei multipli pagati in acquisizioni di società quotate simili. Abbiamo esaminato, per quanto pubblicamente disponibili, informazioni finanziarie per sei operazioni selezionate precedenti nei settori dell'editoria e della pubblicità annunciate tra il 2011 e il 2015 (le "Operazioni Selezionate RCS"). Le Operazioni Selezionate RCS sono esposte nella seguente tabella (in ordine di data):

<b>Data</b>	<b>Operazione</b>
Set-15	Trinity Mirror / Local Words
Aug-15	Exor / The Economist
Lug-15	Nikkei / Financial Times
Giu-14	De Persgroep / Mecom
Lug-13	Funke Medien Gruppe / Axel Springer
Dic-11	A-presse / Edda Media

Per ciascuna delle Operazioni Selezionate RCS, Citi ha considerato l'*enterprise value* delle

Operazioni Selezionate RCS, calcolato come il prezzo d'acquisto pagato per l'*equity* delle società *target* più il debito, al netto della cassa e di mezzi equivalenti e di altri aggiustamenti espresso come multipli, per quanto pubblicamente disponibili, dell'EBITDA LTM precedenti l'annuncio dell'operazione in questione, oppure ad un'altra data rilevante. I multipli osservati dell'*enterprise value* sull'EBITDA LTM per le Operazioni Selezionate RCS variavano da un minimo di 3,0x ad un massimo di 16,9x (con una mediana di 8,5x e una media di 9,3x). Sulla base del nostro giudizio professionale e della nostra esperienza, e prendendo in considerazione i multipli osservati delle Operazioni Selezionate RCS, abbiamo poi applicato all'EBITDA LTM di RCS alla data del 31 Marzo 2016 un intervallo di multipli dell'*enterprise value* sull'EBITDA LTM compreso fra 8,5x e 9,3x. I dati finanziari sulle Operazioni Selezionate RCS sono basati su informazioni finanziarie pubblicamente disponibili e previsioni che ci sono state fornite dalla dirigenza di RCS, come descritto sopra. Questa analisi ha indicato un valore implicito per azione ordinaria compreso tra €0,94 e €1,08.

Fine Comunicato n.0145-40

Numero di Pagine: 16