

Bit Market Services

Informazione Regolamentata n. 0145-46-2016	Data/Ora Ricezione 24 Giugno 2016 19:59:11	MTA
--	--	-----

Societa' : RCS MEDIAGROUP
Identificativo : 76102
Informazione
Regolamentata
Nome utilizzatore : RCSMEDIAGROUPN01 - FERRARA
Tipologia : IROP 04
Data/Ora Ricezione : 24 Giugno 2016 19:59:11
Data/Ora Inizio : 24 Giugno 2016 20:14:12
Diffusione presunta
Oggetto : Allegato A al comunicato dell'Emittente

Testo del comunicato

Vedi allegato.

Addendum alla Fairness Opinion rilasciata

per

Consiglio di Amministrazione di

RCS MediaGroup S.p.A.

in data 24 Giugno 2016

relativa

AL RILANCIO DELL'OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO VOLONTARIA TOTALITARIA

avente per oggetto azioni ordinarie di

RCS
MEDIAGROUP

offerente



CAIRO COMMUNICATION

Milano, 24 giugno 2016

Spettabile
Consiglio di Amministrazione
RCS MediaGroup S.p.A.
Via Angelo Rizzoli 8
20132 Milano

OGGETTO:

Addendum alla Fairness Opinion rilasciata in data 9 giugno 2016 in merito al rilancio del corrispettivo proposto nell'ambito dell'Offerta Pubblica di Scambio Volontaria Totalitaria, su 521.864.957 azioni ordinarie di RCS MediaGroup S.p.A., promossa da Cairo Communication S.p.A. con comunicato ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4 del D.lgs. 24 febbraio 1998, n.58 e dell'art. 37 del Regolamento Consob approvato con delibera 11971 del 14 maggio 1999.

Premessa

Considerato che:

- 1) in data 8 aprile 2016 Cairo Communication S.p.A. ("Cairo" o l'"Offerente") promuove un'offerta pubblica di scambio volontaria (o "Offerta" o "OPSC") avente ad oggetto la totalità delle azioni ordinarie di RCS MediaGroup S.p.A. (o "RCS" o l'"Emittente" o la "Società"), pari a n. 521.864.957, per un corrispettivo (o il "Corrispettivo") pari a 0,12 azioni ordinarie Cairo per ciascuna azione ordinaria RCS;
- 2) in data 16 maggio 2016 International Media Holding S.p.A. ("IMH" o il "Secondo Offerente") promuove un'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria (o "l'OPA") avente ad oggetto n. 403.937.789 azioni ordinarie della Società, per un corrispettivo pari ad euro 0,70 per ciascuna azione ordinaria RCS ("Offerta Concorrente");

- 3) in data 17 giugno 2016 Cairo promuove un rilancio sull'Offerta concorrente innalzando il rapporto di cambio (o "Rilancio del Corrispettivo") pari a 0,16 azioni ordinarie Cairo per ciascuna azione ordinaria RCS;
- 4) contemporaneamente al rilancio Cairo ha approvato un Business Plan 2017-2018 su basi *stand alone*, comunicando al mercato alcuni dati sintetici in merito ai valori economici di *Sales*, *Ebitda* e *Capex*;
- 5) in data 22 giugno 2016 Consob ha autorizzato Cairo, con delibera n. 19645, alla pubblicazione del Supplemento al Documento d'Offerta ("Supplemento Cairo");

il Consiglio di Amministrazione di RCS ha richiesto al sottoscritto Prof. Roberto Tasca di procedere ad un aggiornamento (o "Documento di Aggiornamento" o "Addendum") del parere espresso in data 9 giugno 2016, anche sulla base delle nuove informazioni pervenute al mercato.

Il Documento di Aggiornamento costituisce un supporto ai Consiglieri indipendenti ed al Consiglio di Amministrazione di RCS in merito alla valutazione della congruità del Rilancio del Corrispettivo. In particolare, i dettagli del Rilancio OPSC sui quali è richiesta la redazione del presente Addendum sono i seguenti:

- Emittente: Rizzoli Corriere della Sera MediaGroup S.p.A., con sede legale a Milano, via Angelo Rizzoli 8.
- Offerente: Cairo Communication S.p.A. - Sede Sociale Via Tucidide 56 20134 Milano, è la controllante di un gruppo fondato da Urbano Cairo.
- Oggetto: azioni ordinarie di RCS, pari a 521.864.957¹, quotate sul Mercato Telematico Azionario ("MTA") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., che rappresentano il 100% del capitale sociale di RCS.
- Il Rilancio del Corrispettivo è pari a 0,16 (zero virgola sedici) azioni ordinarie Cairo per ciascuna azione ordinaria RCS apportata in OPSC.

¹ Si ricorda che la Società detiene 4.575.114 azioni proprie.

- Il periodo di adesione decorre dal 20 giugno 2016 al 15 luglio 2016.
- Come specificato nel Comunicato di rilancio del corrispettivo del 17 giugno 2016, sulla base del prezzo ufficiale delle azioni RCS e di quello delle azioni Cairo Communication registrati il 7 aprile 2016, giorno precedente l'annuncio della Prima Offerta, il Corrispettivo esprime una valorizzazione pari ad euro 0,702 per ciascuna azione RCS apportata all'Offerta. Il medesimo Corrispettivo esprime, sulla base del prezzo ufficiale delle azioni Cairo e di quello delle azioni RCS registrati il 17 giugno 2016, una valorizzazione pari a euro 0,672 per ciascuna azione RCS apportata all'Offerta. In caso di integrale adesione all'Offerta, Cairo emetterà n. 83.498.393 nuove azioni, a fronte delle azioni RCS portate all'Offerta.

STUDIO

Svolgimento dell'incarico

L'articolazione del documento considera due profili determinanti emersi dal Supplemento al Documento di Offerta datato 22 giugno 2016. In primo luogo, vengono confermati nell'ambito del Paragrafo A.1.6 "*Criteri di valutazione sottostanti alla determinazione del Corrispettivo*" i criteri già utilizzati nella redazione della Fairness Opinion redatta dal sottoscritto in data 9 giugno 2016, in relazione ai prezzi medi ponderati determinati sulla base delle Quotazioni di Borsa storiche sull'intervallo 8 aprile 2015 – 7 aprile 2016. In secondo luogo, Cairo ha presentato il "*Company Overview and 2017-2018 Business Plan*" indicando, in forma sintetica ovvero grafica, alcune grandezze economiche di rilievo per una stima del valore fondamentale dell'Offerente. Per queste ragioni il precedente intervallo di valori di congruità, fondato esclusivamente sui criteri derivati da prezzi, premi e previsioni storiche, impone una riconsiderazione. L'Esperto dispone oggi di nuove informazioni, sintetiche ma di valore prospettico per Cairo, che non possono essere trascurate nell'espressione di un parere di congruità destinato a tutti gli azionisti di RCS.

A tal fine, il Documento è stato suddiviso in tre parti.

Nella prima, vengono qui richiamate:

- le quantificazioni effettuate nella *Fairness Opinion* rilasciata dal sottoscritto in data 9 giugno 2016, effettuate con riferimento alla data al 7 aprile 2016, giorno precedente l'annuncio della Prima Offerta,
- i rapporti di cambio derivati dalle misurazioni effettuate con riferimento ai PMP, ai premi/sconti per un campione di OPA e ai *target price* degli analisti, espressi fino a quella data.

Nella seconda parte, che costituisce il profilo innovativo del processo valutativo su cui l'Esperto può esprimere il proprio parere di congruità, si è inteso confrontare il valore fondamentale di RCS, determinato sulla base del modello di DCF, con una stima del

valore fondamentale per Cairo, condotta sulla base del metodo dei multipli di mercato e delle grandezze di Sales ed Ebitda comunicate, dallo stesso, nel Documento *“Company Overview and 2017 – 2018 Business Plan”*. Come si evidenzierà, i multipli utilizzati per effettuare questa valutazione sono allineati a quanto utilizzato da Cairo² per effettuare la sua analisi comparata verso RCS.

Infine, una terza parte, nella quale l'Esperto intende sintetizzare le proprie conclusioni ai fini di una rivalutazione del proprio giudizio di congruità alla luce delle indicazioni mutate da prezzi storici e già indicate nella Fairness Opinion del 9 giugno 2016, a cui vengono aggiunte le nuove stime prodotte sulla base del metodo dei multipli applicate alle grandezze rese disponibili da Cairo con il *“Company Overview and 2017 – 2018 Business Plan”*.

Si è ritenuto infatti che il nuovo, sebbene sintetico, patrimonio informativo rilasciato da Cairo al mercato in data 22 giugno 2016, potesse, solo parzialmente, sanare la criticità indicata nella Fairness Opinion relativamente all'indeterminatezza di un valore fondamentale per Cairo. Tuttavia, si è considerato di rilievo non trascurabile quest'ultimo aspetto ai fini dell'assolvimento del compito assegnato all'Esperto nell'elaborazione di un giudizio di congruità. Certamente la stima del valore fondamentale effettuata con il metodo dei multipli non sana il profilo di criticità già indicato nella Fairness, ma l'esclusione del nuovo patrimonio informativo dal giudizio di congruità avrebbe comportato, a parere dell'Esperto, una limitazione alle conoscenze documentali che lo stesso è chiamato a trasferire al Consiglio di Amministrazione di RCS e, per suo tramite, al mercato.

Cautela vuole che venga comunque sottolineata la natura di stima del valore fondamentale dell'azione ordinaria Cairo in luogo di una determinazione puntuale dello stesso per il tramite del metodo DCF. L'impossibilità di procedere ad una

² Cfr. pag. 66 Supplemento Cairo.

valutazione di Cairo con questa metodologia resta una significativa criticità del processo valutativo.



Parte 1

Nella prima parte si richiamano le valutazioni già espresse nella Fairness Opinion del 9 giugno 2016:

- 1) sulla base delle serie storiche dei prezzi medi ponderati (PMP) del periodo compreso tra l'8 aprile 2015 ed il 7 aprile 2016 (identificabile come "Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati pre-annuncio"), calcolati sulla base delle quotazioni di Borsa, è stato determinato il rapporto di cambio implicito sull'arco temporale di 12, 6, 3, 1 mese, ed 1 giorno tra l'azione ordinaria RCS e l'azione ordinaria Cairo³. Per ragioni di liquidità e di contestualità delle quotazioni sottostanti è stato selezionato l'intervallo 6 mesi – 3 mesi come quello di riferimento per la valutazione.
- 2) Quanto individuato al punto 1 è stato successivamente confrontato con un campione di OPA volontarie lanciate dal gennaio 2010 al febbraio 2016, sulla base dei prezzi "pre-annuncio". Tale confronto ha consentito di determinare il rapporto di cambio dell'OPSC se si fossero applicati, ai risultati conseguiti in relazione al punto 1, i premi/sconti mediani del campione di OPA volontarie esaminato.
- 3) Infine, è stata condotta l'analisi dei *target price* rilevati da Bloomberg in versione *blind* sulla base delle indicazioni fornite dagli analisti che coprono i titoli oggetto di OPSC nel periodo 8 aprile 2015 – 7 aprile 2016, determinando il rapporto di cambio implicito nel confronto tra i prezzi minimi ed i prezzi massimi dei due titoli.

L'analisi dei PMP nel periodo indicato ha condotto alle seguenti quantificazioni:

³ Le serie storiche dei prezzi ufficiali sono state rettifiche per tenere conto del dividendo pagato di 0,20 alla data di stacco del 9 maggio 2016.

1 - Rapporti di cambio con PMP Aprile 2015 - Aprile 2016

Periodo	PMP RCS	PMP Cairo CUM	Concambio Ex div
12 mesi	0,76	4,64	0,17
6 mesi	0,59	4,30	0,14
3 mesi	0,55	4,17	0,14
1 mese	0,49	4,52	0,11
1 giorno	0,42	4,59	0,09

L'analisi dei PMP ed il successivo confronto con il campione OPA ha condotto alle seguenti quantificazioni:

2 - Rapporti di cambio con premi pre-annuncio

Periodo	Premi mediani con prezzi pre-annuncio	PMP RCS	PMP Cairo CUM	Concambio Ex div
12 mesi	40%	0,76	4,64	0,24
6 mesi	40%	0,59	4,30	0,20
3 mesi	35%	0,55	4,17	0,19
1 mese	36%	0,49	4,52	0,15
1 giorno	16%	0,42	4,59	0,11

L'analisi dei *target price* forniti da Bloomberg ha condotto alle seguenti quantificazioni:

3 - Rapporti di cambio con consensus analisti

Periodo	Rapporto di cambio medio ex	Rapporto di cambio max ex	Rapporto di cambio min ex
12 MESI	0,20	0,23	0,16
6 MESI	0,17	0,20	0,16
3 MESI	0,15	0,15	0,15
1 MESE	0,16	0,16	0,16
1 GIORNO	0,16	0,16	0,16

Parte 2

Questa seconda parte rappresenta il profilo innovativo del processo valutativo adottato nei confronti dell'OPSC di Cairo. L'estensione delle misurazioni sulle quali fondare il proprio giudizio di congruità rappresenta per l'Esperto un'esigenza imprescindibile, in relazione al fatto che in data 17 giugno 2016 Cairo ha rilasciato al mercato il proprio "*Company Overview and 2017 – 2018 Business Plan*", dal quale sono desumibili alcune grandezze economiche prospettiche sulle quali è possibile fondare una stima del valore fondamentale dell'Offerente.

Come ampiamente esplicitato nella *Fairness Opinion* circa il corrispettivo offerto nell'OPSC, la determinazione del rapporto di cambio congruo dovrebbe essere fatta in base ai valori fondamentali dei titoli azionari oggetto di scambio. La definizione dei valori fondamentali è desunta dalla costruzione dei flussi di cassa prospettici, definiti sulla base di piani pluriennali approvati dagli organi amministrativi delle società i cui titoli sono oggetto di scambio e sulla loro valutazione comparata.

Anche se il valore fondamentale può essere determinato con metodologie differenti, il processo di calcolo più frequentemente utilizzato nella teoria e nella prassi professionale è il "*Discounted Cash Flow*" o "DCF".

Per quanto riguarda RCS, quest'ultima ha presentato al mercato il *Business Plan 2016-2018* in data 21 dicembre 2015; tale piano ha consentito la costruzione di un DCF grazie ai prospetti di conto economico e di stato patrimoniale presenti nel documento e a colloqui avvenuti con membri della società.

Per quanto riguarda Cairo, invece, è stato presentato un documento, *Company Overview and 2017 – 2018 Business Plan*, in data 17 giugno 2016. Tale documento non presenta prospetti di conto economico né di stato patrimoniale, bensì alcune figure: *Sales 2017 – 2018*, *Ebitda 2017 – 2018* e *Capital expenditure 2017 – 2018* da cui è possibile trarre delle indicazioni numeriche sulle grandezze stesse.

L'indisponibilità di alcuni dati fondamentali di Cairo ha reso impossibile l'applicazione del metodo DCF nella determinazione del valore fondamentale del suo titolo azionario. In sua vece, il sottoscritto ha ritenuto opportuno stimare empiricamente il valore unitario dell'azione Cairo ricorrendo al metodo dei multipli di mercato. Sebbene tale metodo sia spesso utilizzato con finalità di controllo, in questo caso costituisce, un imprescindibile complemento agli altri metodi utilizzati per verificare la congruità del rapporto di cambio tra l'azione Cairo e quella RCS, perché l'unico in grado di esprimere valori prospettici ai quali rapportare i risultati del DCF applicato per RCS. Poiché in questo caso la stima dipende dalla selezione del campione e dalla rispondenza dei multipli a concreti raffronti di mercato, sul presupposto verificato che Cairo sia attivo nell'editoria di periodici e di libri (che rappresenta circa l'80% dell'Ebitda della società) e nel settore televisivo, sono stati scelti due *cluster* di società comparabili; il primo è quello utilizzato per definire i multipli medi di RCS nel conforto dei valori ottenuti con il DCF, sostituendo tra loro Cairo con RCS, nella Fairness Opinion rilasciata dal sottoscritto in merito all'OPA IMH. Il secondo nasce dalla costruzione di un multiplo medio ponderato tra le società comparabili del settore *Publishing* e del settore *Broadcasting*. Il criterio di ponderazione è stato definito sulla base della composizione dell'Ebitda di Cairo nel primo trimestre del 2016 (80% Editoria - 20% *Broadcasting*). Tale ponderazione è certamente precauzionale per la stima perché classifica come *Broadcasting* tutte le attività di Cairo complementari all'Editoria, ma le ragioni della stima consentono tale prudenza. La fonte dei dati è la medesima utilizzata in tutte le *Fairness Opinion* ad oggi rilasciate dal sottoscritto.

Qui di seguito il dettaglio:

Panniere Publishing	EV/SALES			EV/EBITDA		
	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	0,37x	0,36x	0,36x	5,23x	4,64x	4,49x
Il Sole 24 Ore S.p.A.	0,27x	0,26x	0,26x	11,35x	8,26x	6,99x
Gruppo Editoriale L'Espresso SpA	0,64x	0,64x	0,65x	6,39x	6,09x	5,36x
Vocento, S.A.	0,57x	0,57x	0,57x	6,15x	5,03x	4,66x
RCS MediaGroup S.p.A.	0,84x	0,83x	0,82x	9,17x	8,20x	6,79x
Promotora de Informaciones SA	1,64x	1,60x	1,55x	8,07x	7,38x	6,92x
MEDIA	0,72x	0,71x	0,70x	7,73x	6,60x	5,87x
<i>Peso ponderale su dati 1Q 2016 dell'Editoria</i>	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
Panniere BROADCASTING	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18
Mediaset S.p.A.	1,75x	1,69x	1,64x	10,15x	8,78x	7,25x
Television Francaise 1 SA	0,74x	0,72x	0,70x	8,11x	6,47x	6,75x
ProSiebenSat.1 Media SE	2,95x	2,73x	2,51x	10,84x	10,07x	9,47x
Metropole Television SA	1,40x	1,38x	1,37x	5,94x	5,36x	5,22x
Atresmedia de Medios de Comunicacion SA	2,39x	2,29x	2,20x	11,75x	10,97x	9,60x
ITV plc	2,69x	2,59x	2,51x	8,98x	8,47x	8,04x
Modern Times Group AB	1,02x	0,96x	0,90x	10,76x	9,76x	9,14x
MEDIA	1,85x	1,77x	1,69x	9,50x	8,55x	7,92x
<i>Peso ponderale su dati 1Q 2016 NON Editoria</i>	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%
MULTIPLIMEDI PONDERATI	0,95x	0,92x	0,90x	8,08x	6,99x	6,28x

I dati forniti da Cairo (*Sales*, *Ebitda* e spese in conto capitale), unitamente ai multipli presentati, hanno condotto alla quantificazione della stima del valore fondamentale di Cairo. L'unico intervento di rettifica è stato portato sulle modalità di contabilizzazione dei diritti televisivi incrementali relativi alle spese in conto capitale evidenziate, imputate come costi netti a riduzione dell'Ebitda indicato da Piano per allineare la grandezza a quanto accade per le società che compongono i *cluster* considerati. Rileva in ciò il fatto che le indicazioni di Ebitda alla base della valutazione sono comunque allineate in media a quelle di Consensus.

VALUTAZIONE DI CAIRO	2017E	2018E
Sales	263,0	289,0
Enterprise value con multiplo Publishing	186,8	202,3
Enterprise value con multiplo medio ponderato	242,3	259,6
EBITDA	33,0	46,0
<i>Rettifica per investimenti in diritti televisivi da BP 2017-2018</i>	3,8	8,4
EBITDA Adjusted	29,2	37,6
Enterprise value con multiplo medio	192,7	220,9
Enterprise value con multiplo medio ponderato	225,7	272,5

Partendo dagli Enterprise value, rettificando tali valori per la posizione finanziaria netta (1Q 2016), i benefici per i dipendenti (31/12/2015), le imposte differite attive e le *minorities* (entrambe 31/12/2015), è stato possibile giungere ai valori per azione di Cairo. Qui di seguito sono dettagliati i risultati:

Valore Cairo con EV/Sales 2017			Valore Cairo con EV/Ebitda 2017		
Valore Cairo con multiplo Sales 2017	Publish	MMP	Valore Cairo con multiplo Ebitda 2017	Publish	MMP
EV attualizzato con multiplo Sales 2017	186,8	242,3	EV attualizzato con multiplo Ebitda 2017	192,7	225,7
Posizione finanziaria netta (cassa)	108,6	108,6	Posizione finanziaria netta (cassa)	108,6	108,6
Benefici dipendenti	(13,3)	(13,3)	Benefici dipendenti	(13,3)	(13,3)
Imposte differite attive nette 2015 att.	4,2	4,2	Imposte differite attive nette 2015 att.	4,2	4,2
Minorities	(0,1)	(0,1)	Minorities	(0,1)	(0,1)
Equity Value	286,2	341,7	Equity Value	292,1	325,1
Numero di azioni nette	78,3	78,3	Numero di azioni nette	78,3	78,3
Valore per azione Cairo	3,65	4,36	Valore per azione Cairo	3,73	4,15

Valore Cairo con EV/Sales 2018			Valore Cairo con EV/Ebitda 2018		
Valore Cairo con multiplo Sales 2018	Publish	MMP	Valore Cairo con multiplo Ebitda 2018	Publish	MMP
EV attualizzato con multiplo Sales 2018	202,3	259,6	EV attualizzato con multiplo Ebitda 2018	220,9	272,5
Posizione finanziaria netta (cassa)	108,6	108,6	Posizione finanziaria netta (cassa)	108,6	108,6
Benefici dipendenti	(13,3)	(13,3)	Benefici dipendenti	(13,3)	(13,3)
Imposte differite attive nette 2015 att.	4,2	4,2	Imposte differite attive nette 2015 att.	4,2	4,2
Minorities	(0,1)	(0,1)	Minorities	(0,1)	(0,1)
Equity Value	301,7	359,0	Equity Value	320,3	371,8
Numero di azioni nette	78,3	78,3	Numero di azioni nette	78,3	78,3
Valore per azione Cairo	3,85	4,58	Valore per azione Cairo	4,09	4,75

Sulla base di tali risultati è stato possibile giungere a 4 diversi intervalli di rapporti di cambio, rispetto al valore dell'azione di RCS, determinata attraverso il DCF ed in un *range* compreso tra 0,80 e 1,13 e con un valore intermedio di 0,95:

- 1) rapporti di cambio da multipli *Publishing* EV/Sales 2017 e 2018,
- 2) rapporti di cambio da multipli *Publishing* EV/Ebitda 2017 e 2018,
- 3) rapporti di cambio da multipli medi ponderati EV/Sales 2017 e 2018,
- 4) rapporti di cambio da multipli medi ponderati EV/Ebitda 2017 e 2018.

<u>Rapporti di cambio da multipli Publishing EV/Sales 2017 e 2018</u>				<u>Rapporti di cambio da multipli Publishing EV/Ebitda 2017 e 2018</u>			
Concambi con Multipli <i>Publishing</i> Sales 2017-2018				Concambi con Multipli <i>Publishing</i> Ebitda 2017-2018			
Su Sales ('17 e '18)	MIN	MEDIO	MAX	Su EBITDA ('17 e '18)	MIN	MEDIA	MAX
Valore per azione Cairo	3,65	3,75	3,85	Valore per azione Cairo	3,73	3,91	4,09
Valore per azione RCS	0,80	0,95	1,13	Valore per azione RCS	0,80	0,95	1,13
Rapporto di cambio	0,22	0,25	0,29	Rapporto di cambio	0,21	0,24	0,28

<u>Rapporti di cambio da multipli medi ponderati EV/Sales 2017 e 2018</u>				<u>Rapporti di cambio da multipli medi ponderati EV/Ebitda 2017 e 2018</u>			
Concambi con Multipli Medi Ponderati Sales 2017-2018				Concambi con Multipli Medi Ponderati Ebitda 2017-2018			
Su Sales ('17 e '18)	MIN	MEDIO	MAX	Su EBITDA ('17 e '18)	MIN	MEDIA	MAX
Valore per azione Cairo	4,36	4,47	4,58	Valore per azione Cairo	4,15	4,45	4,75
Valore per azione RCS	0,80	0,95	1,13	Valore per azione RCS	0,80	0,95	1,13
Rapporto di cambio	0,18	0,21	0,25	Rapporto di cambio	0,19	0,21	0,24

Ad ulteriore conferma della qualità della stima del valore fondamentale di Cairo a cui si è giunti, si evidenzia la relazione che sussiste tra:

- i. i multipli dei due *cluster* impiegati nella valutazione di Cairo;
- ii. quelli indicati nel Supplemento Cairo⁴;
- iii. quelli impliciti nell'intervallo di valori fondamentali espressi per il titolo RCS tramite il metodo DCF.

Risulta così immediato constatare che vi è un elevato grado di correlazione tra i multipli, che attesta la significatività dei valori stimati per Cairo.

EV/EBITDA				
CONFRONTO MULTIPLI	31-dic-16	31-dic-17	31-dic-18	Media
Cluster Publisher	7,73x	6,60x	5,87x	6,73x
Suppl. Cairo pag. 66	7,00x	6,60x	6,40x	6,67x
Cluster Medio Ponderato	8,08x	6,99x	6,28x	7,12x
Multipli impliciti DCF RCS	7,70x	6,46x	5,54x	6,57x

⁴ Cfr. pag. 66.

Conclusioni

La rivalutazione della *Fairness Opinion* espressa in data 9 giugno 2016 è stata richiesta all'Esperto a seguito del Comunicato del 17 giugno 2016 e del Supplemento Cairo del 22 giugno 2016, con il quale l'Offerente ha rilanciato il corrispettivo di cambio proposto al mercato, rispetto a quanto esposto nel Documento di Offerta del 28 maggio 2016, innalzandolo da 0,12 a 0,16.

Oltre a comunicare al mercato il rilancio, nella medesima data sono stati enunciate al mercato alcune grandezze rilevanti relative al *Business Plan 2017-2018*, approvato dal CdA il medesimo giorno: Sales, Ebitda e Capex per il biennio di riferimento.

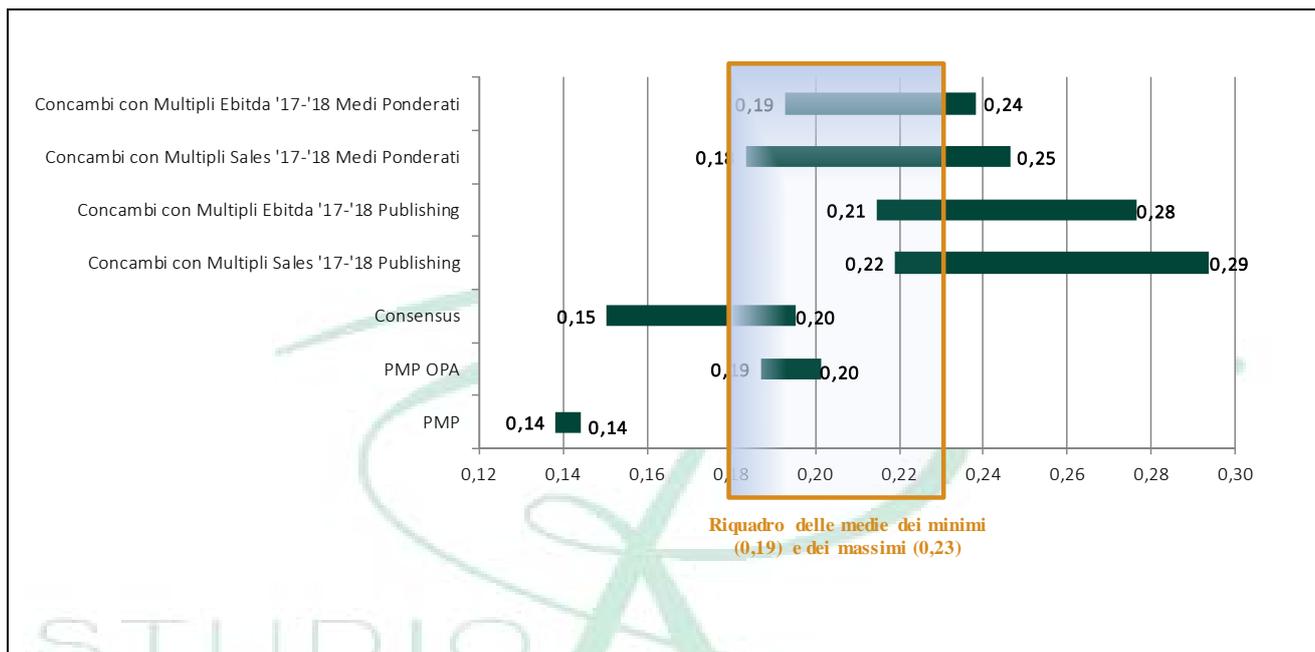
Ciò non ha consentito di rimuovere oggettivamente la maggior criticità già segnalata in sede di *Fairness Opinion*, ovvero l'impossibilità di applicare un modello DCF nella determinazione del valore unitario dell'azione ordinaria di Cairo, ma ha permesso all'Esperto un'inferenza realizzata tramite l'applicazione della metodologia dei multipli di mercato alle grandezze economiche indicate ed il superamento dei limiti valutativi imputabili all'uso delle sole serie storiche delle Quotazioni di Borsa. Disponendo di informazioni prospettiche, il precedente intervallo di valori di congruità espresso nella *Fairness Opinion* del 9 giugno 2016, fondato esclusivamente sui criteri derivati da prezzi, premi e previsioni storiche, ha imposto una riconsiderazione. L'Esperto dispone oggi di nuove informazioni, sintetiche ma di valore prospettico per Cairo, che non possono essere trascurate nell'espressione di un parere di congruità destinato a tutti gli azionisti di RCS.

Pertanto, l'utilizzo della metodologia dei multipli per determinare un intervallo di valori è stata declinata secondo due diversi *cluster* di società comparabili ed in un caso ponderata in funzione del mix di Ebitda rilevato per Cairo nel 1Q 2016. L'applicazione del metodo dei multipli ha consentito di definire un intervallo di valori minimi, medi e massimi per l'azione Cairo, che sono stati confrontati con gli

equivalenti valori di RCS determinati con il metodo DCF, definendo i conseguenti rapporti di cambio.

Al termine del percorso delineato, possono essere riassunti gli intervalli di congruità determinati sulla base di tutte le rilevazioni effettuate.

Sintesi dei risultati



E' evidente dall'esame della sintesi dei risultati che l'unico caso nel quale può essere riscontrata la congruità del rapporto di cambio pari a 0,16 offerto da Cairo nel Rilancio del Corrispettivo, alla luce del nuovo set informativo reso disponibile, è quello dei PMP su serie storica delle Quotazioni di Borsa, considerati sull'orizzonte temporale 3-6 mesi. Risulta così non trascurabile dall'Esperto, nella formazione delle misure su cui fondare il proprio giudizio di congruità, il set integrativo messo a disposizione da Cairo con la pubblicazione del "Company Overview and 2017-2018 Business Plan", nel quale sono indicate, in forma sintetica ovvero grafica, alcune grandezze economiche di rilievo. Tale documento non consente una puntuale applicazione di un modello DCF, perché privo di un analitico grado di dettaglio indispensabile per la determinazione del valore fondamentale dell'Offerente.

Tuttavia, consente di elaborare una stima di tale valore sulla base di multipli di mercato e di alcune indispensabili grandezze patrimoniali presenti nel Bilancio al dicembre 2015 e nel Resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2016, al fine di poter confrontare tale valore con quanto determinato sulla base del metodo DCF per RCS da parte del sottoscritto.

Nel caso dei rapporti di cambio determinati sulla base dei premi di OPA su un campione di operazioni similari concluse fino a febbraio 2016 sul mercato italiano, dei *target price* degli analisti, entrambe già espresse nella precedente Fairness Opinion e nell'applicazione dei multipli delle comparabili, si verifica in modo evidente una situazione di non congruenza dei valori offerti.

Sebbene lo scrivente ritenga più rilevanti i metodi fondati sulle informazioni prospettiche rispetto a quelli che utilizzano informazioni storiche, perché i primi consentono di approssimare il valore fondamentale dei titoli dell'Offerente e dell'Emittente, si è scelto di sintetizzare l'indicazione definitiva per il tramite di una media aritmetica semplice dei diversi intervalli determinati, come già fatto nella *Fairness Opinion* rilasciata il 9 giugno 2016 e al fine di mantenere il giudizio scevro da elementi di soggettività.

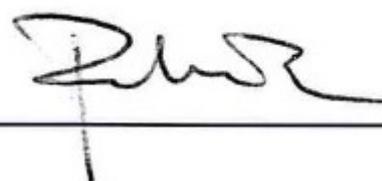
Da ciò si deriva un intervallo di congruità compreso tra 0,19 e 0,23, che comporta una definizione di NON CONGRUITA' per il corrispettivo di 0,16 offerto da Cairo nel rilancio.⁵

⁵ A sostenere la conclusione cui è pervenuto l'Esperto si vuole richiamare una significativa evidenza. In data 21 giugno 2016, Equita Sim ha pubblicato una ricerca avente per oggetto l'operazione. Essa arriva ad una valutazione di Cairo su basi *stand-alone* e prima di considerare qualsiasi sinergia derivante da un'eventuale conclusione positiva dell'OPSC, un valore intermedio di euro 5, con Wacc pari al 6% e *g* pari all'1%. Rapportando il valore intermedio di RCS ottenuto dal sottoscritto con il metodo DCF, pari ad euro 0,95, al valore di euro 5, si ottiene un rapporto di cambio pari a 0,19. Un valore esattamente allineato rispetto alla soglia minima dell'intervallo definito dal sottoscritto quale media delle diverse valutazioni effettuate.

Milano, 24 giugno 2016

In fede

Prof. Roberto Tasca



(Prof. Roberto Tasca)



STUDIO

Fine Comunicato n.0145-46

Numero di Pagine: 20