

Bit Market Services

Informazione Regolamentata n. 0145-47-2016	Data/Ora Ricezione 24 Giugno 2016 20:01:28	MTA
--	--	-----

Societa' : RCS MEDIAGROUP
Identificativo : 76103
Informazione
Regolamentata
Nome utilizzatore : RCSMEDIAGROUPN01 - FERRARA
Tipologia : IROP 04
Data/Ora Ricezione : 24 Giugno 2016 20:01:28
Data/Ora Inizio : 24 Giugno 2016 20:16:29
Diffusione presunta
Oggetto : Allegato B al Comunicato dell'Emittente

Testo del comunicato

Vedi allegato.

AGGIORNAMENTO DEL PARERE DEGLI AMMINISTRATORI INDIPENDENTI DI RCS MEDIAGROUP S.P.A.

*ai sensi dell'art. 39-bis del Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999,
come successivamente modificato e integrato, relativo alla*

OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO VOLONTARIA TOTALITARIA PROMOSSA DA CAIRO COMMUNICATION S.P.A.

1. Premesse

Con comunicato del 17 giugno 2016 (il "Comunicato di Rilancio") Cairo Communication S.p.A. ("Cairo Communication") ha reso nota, ai sensi dell'art. 44, commi 2 e 3, del Regolamento Consob adottato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato (il "Regolamento Emittenti") e dell'art. 114 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, come successivamente modificato e integrato (il "TUF"), la propria decisione, tra l'altro, di incrementare il corrispettivo offerto nell'ambito dell'offerta pubblica volontaria di scambio (l'"OPS") promossa in data 28 aprile 2016 sulla totalità delle azioni ordinarie emesse da RCS MediaGroup S.p.A. ("RCS" o l'"Emittente").

In particolare, il corrispettivo dell'OPS è stato incrementato da n. 0,12 a n. 0,16 azioni ordinarie di Cairo Communication per ciascuna azione RCS portata in adesione all'OPS (il "Corrispettivo dell'OPS Incrementato").

A seguito di approvazione della Consob in data 22 giugno 2016, Cairo Communication ha pubblicato il supplemento al documento di offerta in data 22 giugno 2016 ai sensi dell'art. 38, comma 5, del Regolamento Emittenti (il "Supplemento al Documento di Offerta").

In conformità con quanto disposto dall'art. 39, comma 4, secondo periodo, del Regolamento Emittenti, il Consiglio di Amministrazione di RCS ha ritenuto di diffondere un aggiornamento del comunicato relativo all'OPS approvato in data 10 giugno 2016 ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del TUF e dell'art. 39, comma 1, del Regolamento Emittenti (il "Comunicato di Aggiornamento").

Tenuto conto che, per le ragioni già rese note al mercato, il Consiglio di Amministrazione di RCS ha deliberato di sottoporre l'OPS alla disciplina dell'art. 39-bis del Regolamento Emittenti, prima dell'approvazione del Comunicato di Aggiornamento, gli Amministratori Indipendenti (come di seguito definiti), riunitisi in data 24 giugno 2016, hanno aggiornato il parere reso in relazione all'OPS in data 9 giugno 2016 (il "Parere"), al fine di fornire le proprie valutazioni sull'OPS e sulla congruità del Corrispettivo dell'OPS Incrementato alla luce del Comunicato di Rilancio e del Supplemento al Documento di Offerta (l'"Aggiornamento del Parere").

2. Finalità e limitazioni

L'Aggiornamento del Parere intende contribuire all'assunzione, da parte degli azionisti di RCS, di una decisione informata in relazione all'OPS. Esso rappresenta, inoltre, un'integrazione del Parere e, pertanto, deve essere letto congiuntamente allo stesso. Per tutto quanto qui non diversamente indicato si fa rinvio al Parere.

Per ulteriori informazioni sulle finalità e le limitazioni dell'Aggiornamento del Parere, si rinvia al Paragrafo 2 del Parere che si applica *mutatis mutandis* all'Aggiornamento del Parere.

3. Attività degli amministratori indipendenti

3.1 Amministratori indipendenti che hanno partecipato alla redazione dell'Aggiornamento del Parere

Gli amministratori Gerardo Braggiotti, Paolo Colonna, Teresa Cremisi, Dario Frigerio, Thomas Mockridge e Mario Notari, tutti indipendenti ai sensi dell'art. 147-ter, comma 4, del TUF e dell'art. 3 del Codice di Autodisciplina predisposto dal comitato per la *corporate governance* per le società quotate (gli "Amministratori Indipendenti"), i quali hanno altresì dichiarato di non trovarsi in alcuna situazione di correlazione con Cairo Communication né con International Media Holding S.p.A. ("IMH") né con i soci di IMH (¹), hanno concorso alla predisposizione e approvazione dell'Aggiornamento del Parere:.

Al riguardo si rammenta che l'amministratore Stefano Simontacchi, pur qualificandosi parimenti come amministratore indipendente, non ha concorso alla predisposizione e approvazione dell'Aggiornamento del Parere per le ragioni indicate al Paragrafo 3.1 del Parere.

3.2. Esperto Indipendente

Ai fini della predisposizione dell'Aggiornamento del Parere, gli Amministratori Indipendenti si sono avvalsi dell'*addendum* alla *fairness opinion* del 9 giugno 2016 rilasciato dal Prof. Roberto Tasca (l'"Esperto Indipendente") in data 24 giugno 2016 (l'"Addendum alla Fairness Opinion").

Per ulteriori informazioni sulle modalità di nomina dell'Esperto Indipendente si rinvia al Paragrafo 3.2 del Parere.

¹ I soci di IMH sono i seguenti: 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. (indirettamente controllata dal fondo Investindustrial VI L.P., fondo gestito dalla società di diritto inglese Investindustrial Advisor Limited).

3.3 Documentazione esaminata

Ai fini della redazione dell'Aggiornamento del Parere gli Amministratori Indipendenti, oltre alla documentazione relativa all'OPS esaminata ai fini della redazione del Parere e indicata al Paragrafo 3.3 dello stesso, hanno esaminato la seguente documentazione:

- il Comunicato di Rilancio;
- il Supplemento al Documento di Offerta;
- il documento denominato “CAIRO COMMUNICATION Company Overview and 2017-2018 Business Plan” pubblicato da Cairo Communication in data 17 giugno 2016 (il “Business Plan Cairo 2017-2018”);
- l'avviso di convocazione dell'assemblea straordinaria di Cairo Communication convocata per il 18 luglio 2016;
- la “Relazione sull'esame dello Stato Patrimoniale consolidato Pro-forma, del Conto Economico consolidato Pro-forma, del Conto Economico consolidato Complessivo Pro-forma e del Rendiconto Finanziario consolidato Pro-forma del Gruppo Cairo Communication per l'esercizio chiuso al 31 dicembre 2015” di KPMG S.p.A. in data 17 giugno 2016 allegata al Supplemento al Documento di Offerta;
- la “Relazione della società di revisione sui dati previsionali consolidati del Gruppo Cairo Communication” di KPMG S.p.A. in data 22 giugno 2016 allegata al Supplemento al Documento di Offerta;
- l'Addendum alla Fairness Opinion.

3.4 Attività svolte e deliberazione sull'Aggiornamento del Parere

A seguito della pubblicazione del Comunicato di Rilancio, gli Amministratori Indipendenti hanno tempestivamente ricevuto dalle competenti strutture aziendali la relativa documentazione e hanno avviato e svolto le attività finalizzate alla stesura dell'Aggiornamento del Parere.

Nella riunione del 23 giugno 2016, alla quale erano presenti, di persona o collegati in audio-conferenza, Paolo Colonna, Teresa Cremisi, Dario Frigerio, Thomas Mockridge e Mario Notari, assente giustificato Gerardo Braggiotti, l'Esperto Indipendente ha illustrato i contenuti dell'Addendum alla Fairness Opinion in fase di ultimazione. Inoltre gli Amministratori Indipendenti hanno avviato la stesura dell'Aggiornamento del Parere.

Nella riunione del 24 giugno 2016, alla quale erano presenti, di persona o collegati in audio-conferenza Teresa Cremisi, Dario Frigerio, Gerardo Braggiotti e Mario Notari e assenti giustificati Paolo Colonna e Thomas Mockridge, gli Amministratori Indipendenti hanno esaminato e valutato il contenuto dell'Addendum alla Fairness Opinion e hanno proceduto alla finalizzazione e approvazione dell'Aggiornamento del Parere.

4. Contenuto essenziale del Comunicato di Rilancio e del Supplemento al Documento di Offerta

4.1 Il rilancio e le ulteriori deliberazioni assunte dal consiglio di amministrazione di Cairo Communication del 17 giugno 2016

Secondo quanto indicato nel Comunicato di Rilancio e/o nel Supplemento al Documento di Offerta,

- in data 17 giugno 2016 il consiglio di amministrazione di Cairo Communication, in aggiunta alla decisione di aumentare il corrispettivo dell'OPS da 0,12 a 0,16, ha:
 - (i) approvato il *"Piano Industriale 2017-2018 del Gruppo Cairo Communication"*, che definisce le direttrici strategiche dello sviluppo delle attività del gruppo Cairo Communication, su base *stand alone*, per il periodo 2017-2018;
 - (ii) approvato il *"Progetto di Integrazione 2017-2018 del Gruppo Cairo Communication Post-Offerta"*, che delinea le direttrici strategiche per il periodo 2017 - 2018 del Gruppo Cairo Communication Post-Offerta (come definito nel documento di offerta relativo all'OPS pubblicato in data 28 maggio 2016), *"assumendo il perfezionamento dell'Offerta e la conseguente inclusione del Gruppo RCS nel perimetro di consolidamento di Cairo Communication"* (cfr. pag. 22 del Supplemento al Documento di Offerta);
 - (iii) convocato l'assemblea straordinaria di Cairo Communication per il 18 luglio 2016 al fine di deliberare in merito a: (aa) la proposta di aumento di capitale sociale, da liberarsi mediante conferimento in natura ai sensi dell'art. 2441, comma 4, cod. civ., finalizzato all'emissione delle azioni Cairo Communication da attribuire a fronte del conferimento di ciascuna azione RCS portata in adesione all'OPS (il "Nuovo Aumento di Capitale"), (bb) la proposta di attribuire al consiglio di amministrazione, ai sensi dell'art. 2443 cod. civ., la facoltà di aumentare in una o più volte, a pagamento e in via scindibile, il capitale sociale mediante emissione di nuove azioni con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, secondo periodo, cod. civ. (la "Delega all'Aumento di Capitale") e (cc) la modifica dello statuto sociale di Cairo Communication al fine di introdurre il voto maggiorato ai sensi dell'art. 127-*quinquies* del TUF;
 - (iv) deliberato che, qualora l'OPS non risultasse prevalente rispetto all'offerta pubblica di acquisto concorrente promossa da IMH, il medesimo consiglio di amministrazione di Cairo Communication proporrà, a una successiva assemblea di Cairo Communication che sarà all'uopo convocata, la distribuzione di un dividendo straordinario, pari a complessivi Euro 20 milioni (Euro 0,256 per azione Cairo Communication);

- il consiglio di amministrazione di Cairo Communication ha precisato che, subordinatamente «*all'esito positivo della due diligence sul Gruppo RCS*» (cfr. p. 74 del Supplemento al Documento di Offerta), Cairo Communication intende completare il progetto di rilancio di RCS con la fusione per incorporazione di quest'ultima in Cairo Communication, da realizzarsi nei 12-24 mesi successivi al perfezionamento dell'OPS;
- in data 17 giugno 2016, il dott. Urbano Cairo, U.T. Communications S.p.A. e UT Belgium Holding S.A. – i quali, congiuntamente, detengono una partecipazione pari al 72,98% del capitale di Cairo Communication – hanno sottoscritto un accordo parasociale avente a oggetto l'impegno incondizionato e irrevocabile di questi ultimi, anche nell'interesse di Cairo Communication, a partecipare all'assemblea straordinaria di Cairo Communication convocata per il 18 luglio 2016 e a votare a favore del Nuovo Aumento di Capitale, a garanzia dell'approvazione del medesimo.

4.2 Il Corrispettivo dell'OPS Incrementato

Secondo quanto indicato nel Comunicato di Rilancio:

- il Corrispettivo dell'OPS Incrementato è pari a n. 0,16 azioni ordinarie Cairo Communication per ciascuna azione RCS portata in adesione all'OPS e risulta superiore del 33,3% rispetto al corrispettivo dell'OPS originariamente offerto da Cairo Communication, pari a n. 0,12 azioni ordinarie Cairo Communication per ciascuna azione RCS portata in adesione all'OPS;
- sulla base del prezzo ufficiale delle azioni RCS e di quello delle azioni Cairo Communication registrati il 7 aprile 2016, giorno precedente l'annuncio dell'OPS, (i) il Corrispettivo dell'OPS Incrementato esprime una valorizzazione, rettificata per tener conto del pagamento del dividendo di Euro 0,20 per azione distribuito da Cairo Communication in data 11 maggio 2016, pari a Euro 0,702 per ciascuna azione RCS apportata all'OPS e (ii) il medesimo Corrispettivo dell'OPS Incrementato esprime, sulla base del prezzo ufficiale delle azioni Cairo Communication e di quello delle azioni RCS registrati il 17 giugno 2016, una valorizzazione pari a Euro 0,672 per ciascuna azione RCS apportata all'OPS.

5. Valutazioni degli Amministratori Indipendenti

5.1 Congruità del Corrispettivo dell'OPS Incrementato e Addendum alla Fairness Opinion dell'Esperto Indipendente

Al fine di valutare la congruità del Corrispettivo dell'OPS Incrementato, gli Amministratori Indipendenti hanno analizzato l'Addendum alla Fairness Opinion dell'Esperto Indipendente. Si riporta di seguito una sintesi dell'Addendum alla Fairness Opinion dell'Esperto Indipendente.

L'Esperto Indipendente ha proceduto innanzitutto a richiamare le misurazioni effettuate nella *fairness opinion* da questi rilasciata in data 9 giugno 2016, effettuate con riferimento alla data al 7 aprile 2016, giorno precedente l'annuncio del lancio dell'OPS, e i rapporti di cambio derivati dalle misurazioni effettuate con riferimento ai prezzi medi ponderati, ai premi/sconti per un campione di offerte pubbliche di acquisto e ai *target price* degli analisti, espressi fino a quella data. In particolare:

- A. sulla base delle serie storiche dei prezzi medi ponderati ("PMP") del periodo compreso tra l'8 aprile 2015 e 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 e 1 mese e 1 giorno tra l'azione ordinaria RCS e l'azione ordinaria Cairo Communication ⁽²⁾. 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.;
- B. quanto individuato alla lettera A è stato successivamente confrontato con un campione di offerte pubbliche di acquisto 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'OPS se si fossero applicati, ai risultati conseguiti in relazione alla lettera A, i premi/sconti mediani del campione di offerte pubbliche di acquisto volontarie esaminato;
- C. infine, l'analisi dei *target price* rilevati da Bloomberg in versione *blind* è stata condotta sulla base delle indicazioni fornite dagli analisti che coprono i titoli oggetto di OPS 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:

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 di offerte pubbliche di acquisto ha condotto alle seguenti quantificazioni:

² Le serie storiche dei prezzi ufficiali sono state rettifiche per tenere conto del dividendo pagato di Euro 0,20 alla data di stacco del 9 maggio 2016.

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

L'Esperto Indipendente ha altresì proceduto a confrontare il valore fondamentale di RCS, determinato sulla base del modello del c.d. "Discounted Cash Flow" ("DCF"), con una stima del valore fondamentale di Cairo Communication, condotta sulla base del metodo dei multipli di mercato e delle grandezze di *Sales* ed EBITDA comunicate, dallo stesso, nel *Business Plan* Cairo 2017-2018. L'Esperto Indipendente ha rilevato che (i) 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 di Cairo Communication e (ii) tuttavia, consente di elaborare una stima di tale valore fondamentale 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 il valore fondamentale di RCS determinato sulla base del metodo DCF.

L'Esperto Indipendente ha allora stimato empiricamente il valore unitario dell'azione Cairo Communication ricorrendo al metodo dei multipli di mercato. Al riguardo l'Esperto Indipendente ha indicato che, 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 Communication 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 Communication sia attivo nell'editoria di periodici e di libri (che rappresenta circa l'80% dell'EBITDA della società) e nel settore televisivo, l'Esperto Indipendente ha scelto 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 Cairo Communication con RCS, nella *fairness* opinion rilasciata dallo stesso Esperto Indipendente in riferimento all'offerta pubblica di acquisto concorrente di IMH. Il secondo nasce dalla costruzione di un multiplo medio ponderato tra le società comparabili del settore *Publishing* e del settore *Broadcasting*. L'Esperto Indipendente ha definito il criterio di ponderazione sulla base della composizione dell'EBITDA di Cairo

Communication nel primo trimestre del 2016 (80% Editoria - 20% *Broadcasting*). Secondo l'Esperto Indipendente, tale ponderazione è certamente precauzionale per la stima perché classifica come *Broadcasting* tutte le attività di Cairo Communication complementari all'editoria, ma le ragioni della stima consentono tale prudenza.

I dati forniti da Cairo Communication (*Sales*, EBITDA e spese in conto capitale), unitamente ai multipli presentati, hanno condotto alla quantificazione della stima del valore fondamentale di Cairo Communication. 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 nel *Business Plan* Cairo 2017-2018 per allineare la grandezza a quanto accade per le società che compongono i *cluster* considerati. L'Esperto Indipendente ha osservato che rileva in ciò il fatto che le indicazioni di EBITDA alla base della valutazione sono comunque allineate in media a quelle di *consensus*.

Partendo dagli *enterprise value*, rettificando tali valori per la posizione finanziaria netta (1Q 2016), i benefici per i dipendenti (31 dicembre 2015), le imposte differite attive e le *minorities* (entrambe 31 dicembre 2015), l'Esperto Indipendente è giunto ai seguenti valori per azione di Cairo Communication:

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

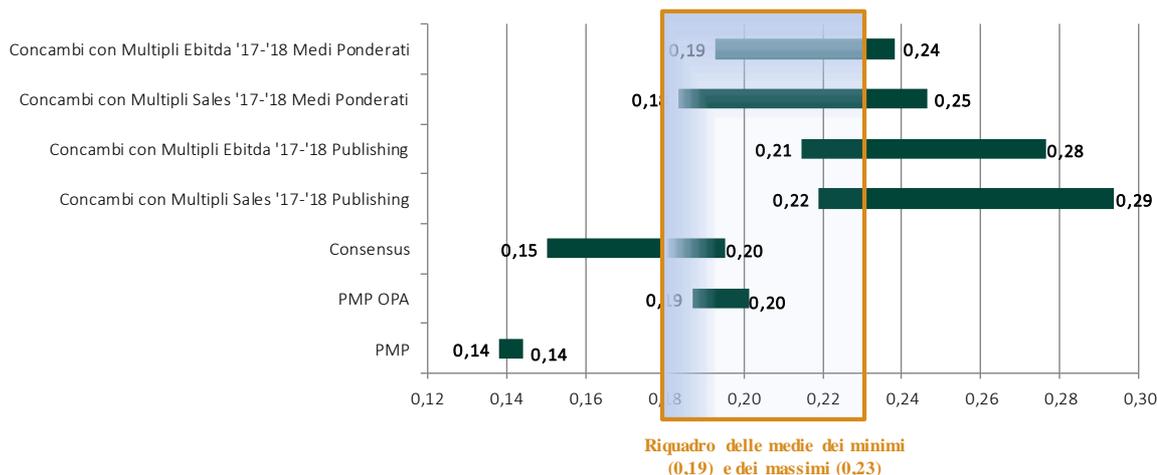
Sulla base di tali risultati l'Esperto Indipendente ha individuato 4 diversi intervalli di rapporti di cambio, rispetto al valore dell'azione di RCS, determinata attraverso il DCF e in un *range* compreso tra Euro 0,80 e 1,13 e con un valore intermedio di Euro 0,95:

<u>Rapporti di cambio da multipli Publishing</u>				<u>Rapporti di cambio da multipli Publishing</u>			
<u>EV/Sales 2017 e 2018</u>				<u>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</u>				<u>Rapporti di cambio da multipli medi ponderati</u>			
<u>EV/Sales 2017 e 2018</u>				<u>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 Communication così determinato, l'Esperto Indipendente ha evidenziato la relazione che sussiste tra (i) i multipli dei due *cluster* impiegati nella valutazione di Cairo Communication, (ii) quelli indicati nel Supplemento al Documento di Offerta e (iii) quelli impliciti nell'intervallo di valori fondamentali espressi per il titolo RCS tramite il metodo DCF. L'Esperto Indipendente ha indicato che vi è un elevato grado di correlazione tra i multipli, che attesta la significatività dei valori stimati per Cairo Communication.

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

Di seguito sono riassunti gli intervalli di congruità determinati sulla base di tutte le rilevazioni effettuate dall'Esperto Indipendente.



L'Esperto Indipendente ha sintetizzato l'indicazione definitiva per il tramite di una media aritmetica semplice dei diversi intervalli determinati, come già fatto nella precedente *fairness opinion* del 9 giugno 2016, al fine di mantenere il giudizio scevro da elementi di soggettività.

L'Esperto Indipendente ha indicato che da ciò si deriva un intervallo di congruità compreso tra 0,19 e 0,23, che comporta una definizione di non congruità del Corrispettivo dell'OPS Incrementato.

Gli Amministratori Indipendenti, preso atto del contenuto dell'*Addendum* alla *Fairness Opinion* dell'Esperto Indipendente e richiamando le osservazioni già formulate al Paragrafo 5.1 del Parere, osservano in particolare che:

- pur non essendo possibile una puntuale applicazione di un modello DCF, perché il *Business Plan* Cairo 2017-2018 è privo di un analitico grado di dettaglio indispensabile per la determinazione del valore fondamentale di Cairo Communication, l'Esperto Indipendente ha potuto elaborare una stima del valore fondamentale di Cairo Communication 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;
- conseguentemente, l'intervallo di congruità individuato dall'Esperto Indipendente nella *fairness opinion* rilasciata dallo stesso in data 9 giugno 2016 e allegata al Parere (compreso tra 0,16 e 0,18), che era fondato esclusivamente su criteri valutativi derivati da prezzi di mercato, premi di offerte pubbliche di acquisto precedenti e *target prices*, è stato ora riconsiderato dall'Esperto Indipendente sulla base del nuovo *set* informativo reso disponibile da Cairo Communication a seguito del Comunicato di Rilancio;
- il Corrispettivo dell'OPS Incrementato non rientra nell'intervallo di congruità definito dall'Esperto Indipendente nell'*Addendum* alla *Fairness Opinion*.

5.2 Valutazioni dell'OPS

Gli Amministratori Indipendenti rilevano quanto segue:

- secondo quanto indicato nel Supplemento al Documento di Offerta, la Consob, con delibera n. 19639 del 21 giugno 2016, ha deliberato di chiedere a Cairo Communication di *“prestare tempestivamente – eventualmente anche mediante utilizzo di strumenti finanziari già emessi, ivi incluse azioni Cairo Communication già emesse – idonea ulteriore garanzia, in conformità alla normativa vigente, diretta ad assicurare il pieno soddisfacimento dei diritti degli investitori aderenti per il caso di inadempimento o inesatto adempimento degli impegni e obblighi assunti dall’Offerente, anche in relazione alla possibile mancata tempestiva adozione della delibera di emissione dei prodotti finanziari offerti in corrispettivo”* (cfr. p. 73 del Supplemento al Documento di Offerta). Pertanto, deve ritenersi che le garanzie integrative fornite da Cairo Communication con il Comunicato di Rilancio non forniscano l’assoluta certezza della disponibilità degli strumenti finanziari al servizio del Corrispettivo dell’OPS Incrementato in quanto il Nuovo Aumento di Capitale non risulta ancora approvato dall’assemblea straordinaria di Cairo Communication (convocata a tal fine per il 18 luglio 2016, dopo il termine del periodo di adesione all’OPS attualmente previsto al 15 luglio 2016);
- Cairo Communication ha indicato un orizzonte temporale relativamente ampio per la possibile fusione con RCS e indicato che la stessa è subordinata *«all’esito positivo della due diligence sul Gruppo RCS»* (cfr. p. 74 del Supplemento al Documento di Offerta); pertanto, allo stato la prospettiva della fusione appare rimessa alla discrezionalità di Cairo Communication, fermi restando i presidi rivenienti dalla procedura sulle operazioni con parti correlate e la necessità di ottenere il voto favorevole dell’assemblea dei soci di RCS;
- l’indicazione – nel Comunicato di Rilancio – della decisione del consiglio di amministrazione di Cairo Communication di proporre alla relativa assemblea la distribuzione di un dividendo straordinario di Euro 0,256 per azione qualora l’OPS non dovesse risultare prevalente rispetto all’offerta pubblica di acquisto concorrente promossa da IMH appare peculiare in quanto (i) la vicenda di questa eventuale distribuzione straordinaria agli azionisti Cairo Communication rimane estranea al contesto delle offerte concorrenti in corso e non evidenzia alcuna modifica o miglioramento dei contenuti dell’OPS per i possessori di azioni RCS e (ii) si tratta di una proposta rivolta agli attuali (e, al più, futuri) azionisti di Cairo Communication e non a quelli di RCS; inoltre, nel Supplemento al Documento di Offerta non vi sono indicazioni in merito ai possibili effetti di tale annunciata distribuzione di un dividendo straordinario sull’andamento del titolo Cairo Communication;
- la proposta di introduzione del voto maggiorato nello statuto di Cairo Communication, secondo quanto rappresentato da Cairo Communication (cfr. p. 26 del Supplemento al Documento di Offerta), ove approvata, consentirebbe agli azionisti che dovessero beneficiare della maggiorazione a seguito del decorso del periodo di 24 mesi dall’iscrizione nell’apposito elenco di *«esercitare un numero di diritti di voto in assemblea più che proporzionale rispetto alla partecipazione al capitale dai medesimi posseduta»*, consentendo agli stessi altresì di

«rafforzare e/o acquisire il controllo o un'influenza notevole su Cairo Communication»; peraltro tale meccanismo è visto con sfavore dalla generalità degli investitori istituzionali e dei *proxy advisors*;

- la mancata conoscenza del prezzo al quale verrebbe esercitata la Delega all'Aumento di Capitale, ove approvata, inserisce un elemento di incertezza sul valore delle partecipazioni rivenienti dall'OPS;
- le azioni Cairo Communication che verrebbero emesse in caso di integrale adesione all'OPS dei possessori di azioni RCS rappresentano sulla base del Corrispettivo dell'OPS Incrementato un numero maggiore rispetto a quello delle azioni attualmente emesse dalla società e pari a circa quattro volte l'attuale flottante, rendendo così difficile una previsione sul prezzo di mercato delle medesime azioni successivamente all'esecuzione del Nuovo Aumento di Capitale;
- secondo quanto indicato nel Supplemento al Documento di Offerta, «anche in ragione del contesto normativo che disciplina rilanci e modifiche all'Offerta in pendenza di offerte concorrenti, il Consiglio di Amministrazione di Cairo Communication del 17 giugno 2016 ha deliberato di proporre all'assemblea straordinaria convocata per il 18 luglio 2016 l'Aumento di Capitale, ai sensi del quale Cairo Communication potrà emettere massime n. 104.372.991 azioni a fronte del conferimento di Azioni RCS, prevedendo che, in sede di esecuzione di tale Aumento di Capitale, il Consiglio di Amministrazione possa determinare il numero di azioni Cairo Communication da emettere a fronte di ciascuna azione RCS portata all'Offerta. Il numero massimo di azioni Cairo Communication rivenienti dall'Aumento di Capitale corrisponde a un rapporto di scambio implicito pari a 0,20 azioni Cairo Communication per ciascuna Azione RCS» (cfr. p. 28 del Supplemento al Documento di Offerta). Al riguardo, si osserva che tale rapporto di scambio implicito di 0,20 azioni Cairo Communication per ogni azione RCS è superiore a quello previsto nel Corrispettivo dell'OPS Incrementato, pari a 0,16 azioni Cairo Communication per ogni azione RCS.

6. Conclusioni

Alla luce di quanto precede gli Amministratori Indipendenti, all'unanimità,

- a. esaminati (i) i contenuti del Comunicato di Rilancio e del Supplemento al Documento di Offerta e della ulteriore documentazione relativa all'OPS e (ii) l'Addendum alla *Fairness Opinion*;
- b. considerato che, in ragione della disponibilità di nuove informazioni di valore prospettico relative a Cairo Communication, l'Esperto Indipendente ha integrato le valutazioni sulla congruità del corrispettivo dell'OPS già svolte nella propria *fairness opinion* del 9 giugno 2016;
- c. tenuto conto delle conclusioni dell'Addendum alla *Fairness Opinion* secondo cui (i) l'intervallo di congruità sintetizzato dall'Esperto Indipendente per il tramite di una media aritmetica semplice dei diversi intervalli determinati dal medesimo è

compreso tra 0,19 e 0,23 e, conseguentemente (ii) il Corrispettivo dell'OPS Incrementato risulta non congruo;

- d. valutato che l'Aggiornamento del Parere viene reso ai sensi e per gli effetti dell'art. 39-bis del Regolamento Emittenti e, dunque, ai fini del rilascio, da parte del Consiglio di Amministrazione dell'Emittente, del successivo Comunicato di Aggiornamento ai sensi dell'art. 103, commi 3 e 3-bis, del TUF e dell'art. 39, comma 4, secondo periodo, del Regolamento Emittenti;
- e. segnalato che (i) a Cairo Communication è stato richiesto da Consob di prestare ulteriori garanzie dirette ad assicurare il pieno soddisfacimento dei diritti degli investitori che dovessero aderire all'OPS, (ii) la prospettiva della fusione appare rimessa alla discrezionalità di Cairo Communication, (iii) l'eventuale introduzione del voto maggiorato consentirebbe di rafforzare il controllo, da parte degli attuali soci di maggioranza, su Cairo Communication, (iv) la mancata conoscenza del prezzo al quale verrebbe esercitata la Delega all'Aumento di Capitale, ove approvata, inserisce un elemento di incertezza sul valore delle partecipazioni rivenienti dall'OPS; (v) in ragione dell'elevato numero di azioni Cairo Communication che verrebbero emesse in caso di integrale adesione all'OPS da parte degli azionisti di RCS, è difficile prevedere il prezzo di mercato di tali azioni successivamente all'esecuzione del Nuovo Aumento di Capitale; (vi) il numero massimo di azioni emettibile sulla base del Nuovo Aumento di Capitale incorpora un rapporto di scambio implicito di 0,20 azioni Cairo Communication per ogni azione RCS che è superiore a quello previsto nel Corrispettivo dell'OPS Incrementato, pari a 0,16 azioni Cairo Communication per ogni azione RCS;

ritengono che il Corrispettivo dell'OPS Incrementato, seppur migliorativo rispetto a quello precedentemente offerto, non risulti ancora congruo per i possessori delle azioni RCS oggetto dell'OPS.

Milano, 24 giugno 2016

Gli Amministratori Indipendenti

Gerardo Braggiotti

Paolo Colonna

Teresa Cremisi

Dario Frigerio

Thomas Mockridge

Mario Notari

Fine Comunicato n.0145-47

Numero di Pagine: 15