

Bit Market Services

Informazione Regolamentata n. 0145-39-2016	Data/Ora Ricezione 17 Giugno 2016 19:13:43	MTA
--	--	-----

Societa' : RCS MEDIAGROUP
Identificativo : 75858
Informazione
Regolamentata
Nome utilizzatore : RCSMEDIAGROUPN01 - FERRARA
Tipologia : IROP 04
Data/Ora Ricezione : 17 Giugno 2016 19:13:43
Data/Ora Inizio : 17 Giugno 2016 19:28:44
Diffusione presunta
Oggetto : Allegato A al comunicato dell'Emittente

Testo del comunicato

Vedi allegato.

Fairness Opinion

al

Consiglio di Amministrazione di
RCS MediaGroup S.p.A.

relativa

ALL'OFFERTA PUBBLICA DI ACQUISTO

avente per oggetto azioni ordinarie di

RCS Media Group S.p.A.

offerente

International Media Holding S.p.A.

16 giugno 2016

Milano, 16 giugno 2016

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

OGGETTO: Fairness Opinion sull'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria concorrente promossa da International Media Holding S.p.A. ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4 del D.lgs. 24 febbraio 1998, n.58 e del Regolamento Consob approvato con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999.

Premessa

RCS MediaGroup S.p.A. (o "RCS" o l'"Emittente" o la "Società"), con sede sociale in via Angelo Rizzoli 8 a Milano, ha conferito incarico al sottoscritto Prof. Roberto Tasca, Ordinario di Economia degli Intermediari Finanziari nell'Università degli Studi di Bologna, con studio in Milano via Circo 7, di procedere alla predisposizione di una *Fairness Opinion* (o la "*Fairness*") sull'Offerta Pubblica di Acquisto Totalitaria ai sensi degli artt. 102 e 106, comma 4, del D. Lgs 24 febbraio 1998 e dell'art. 37 del Regolamento CONSOB n. 11971/1999 e successive modificazioni.

La *Fairness* costituisce un supporto al Consiglio di Amministrazione di RCS in merito alla valutazione della congruità dell'Offerta Pubblica di Acquisto Volontaria Totalitaria (l' "Offerta" o "l'OPA") avente ad oggetto n. 403.937.789 azioni ordinarie della Società, promossa in data 16 maggio 2016 da International Media Holding S.p.A. ("IMH" o l'"Offerente").

Sebbene nel presente documento siano riassunti alcuni dettagli dell'Offerta, i termini e le condizioni della stessa sono indicati più specificamente nel Documento di Offerta, approvato dalla Consob in data 10 giugno 2016 con delibera n. 19627.

In particolare, i dettagli dell'OPA sui quali è richiesta la formulazione della presente *Fairness Opinion* sono i seguenti:

- Emittente: Rizzoli Corriere della Sera MediaGroup S.p.A., con sede legale a Milano, via Angelo Rizzoli 8. RCS è indicato nel Bilancio chiuso al dicembre 2015: "*tra i principali Gruppi europei nel settore editoriale, leader nel settore quotidiani a stampa in Italia e Spagna e*

FAIRNESS OPINION – RCS MediaGroup S.p.A.

attivo nei magazine, nella tv, nella radio e nei new media, oltre ad essere tra i primari operatori nel mercato della raccolta pubblicitaria e della distribuzione". In Italia, RCS edita il *Corriere della Sera* e la *Gazzetta dello Sport*, oltre a numerosi magazine settimanali e mensili. In Spagna RCS è presente con Unidad Editorial, che pubblica il secondo quotidiano nazionale *El Mundo*, la testata sportiva *Marca* ed *Expansion*, di informazione economica, oltre a numerosi magazine. E' poi presente nel settore della comunicazione multimediale destinata all'infanzia con il gruppo Sfera, nell'organizzazione di eventi sportivi, con RCS Sport ed eventi di massa, con Last Lap in Spagna. Opera poi nel settore delle scommesse on-line, nei mezzi di comunicazione radio-televisivi, sia in Italia sia in Spagna. La nascita del gruppo trova le premesse nell'attività della casa editrice Rizzoli, confluita nel 1997 nella società Holding di Partecipazioni Industriali, che ha assunto nel 2003 la denominazione attuale.

La struttura del Gruppo RCS ed i suoi azionisti sono indicati nella Tabella 1.

Tabella 1 – Struttura del Gruppo RCS Media Group e principali azionisti

Azionista	%
Della Valle Diego	7,325
Mediobanca S.p.A	6,247
Cairo Urbano Roberto *	4,616
Finsoe S.p.A.	4,601
China National Chemical Corporation	4,433
Intesa Sanpaolo S.p.A.	4,176
Rotelli Paolo	3,486
Fortress Investment Group LLC	3,066
Vanguard International Explorer Fund	2,299

Dati forniti dalla Società, giugno 2016

```
graph TD; A[RCS Media Group S.p.A.] --- B[RCS Media Italia]; A --- C[RCS Media Spagna]; A --- D[Pubblicità ed Eventi]; A --- E[Funzioni Corporate e altre attività];
```

* Nel documento di offerta Cairo è indicata una quota detenuta attraverso U.T. Communication pari al 4,724%.

- Offerente: International Media Holding S.p.A., con sede in via Pietro Mascagni 14 a Milano. La società è stata costituita in data 23 maggio 2016 ed ha una durata fissata al 31 dicembre 2050.

FAIRNESS OPINION – RCS MediaGroup S.p.A.

La struttura societaria di IMH è indicata nella Tabella 2.

Tabella 2 – Struttura societaria di IMH

Azionisti	%
Diego Della Valle & C	6,876%
DI. VI. Finanziaria	6,874%
Mediobanca	13,750%
UnipolSai Assicurazioni	13,750%
Pirelli	13,750%
International Acquisitions Holding SA	45,000%

Documento di Offerta pag. 36

International Media Holding S.p.A.

- **Oggetto:** azioni ordinarie di RCS, pari a 403.937.789¹, quotate sul Mercato Telematico Azionario ("MTA") organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., che rappresentano il 77,40% del capitale sociale di RCS.
- Il corrispettivo dell'Offerta è pari ad euro 0,70 (zero virgola settanta) per ciascuna azione ordinaria RCS apportata in OPA.
- Il periodo di adesione decorre dal 20 giugno 2016 al 22 luglio 2016.
- L'Offerente farà fronte agli impegni derivanti dall'Offerta, con aumento di capitale definito nell'Accordo di Co-Investimento sottoscritto tra tutti i soci di IMH. L'aumento di capitale è suddiviso in quattro *tranche*, che verranno attivate in relazione al numero di azioni apportate in OPA, fino alla copertura dell'intera quota del 77,40%, in modo da preservare le quote attuali delle partecipazioni.
- L'Offerente ha specificato che non farà ricorso ad indebitamento finanziario in connessione alla promozione dell'Offerta, che verrà pertanto finanziata interamente con sottoscrizione di capitale proprio da parte dei Co-Investitori.

La richiesta della presente *Fairness Opinion* da parte di RCS è stata effettuata ai sensi dell'art. 39, comma 1, lettera d) del Regolamento Emittenti di cui alla delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato, e ha per oggetto la congruità per tutti gli azionisti della Società del corrispettivo per contanti previsto ai sensi dell'Offerta.

¹ Si ricorda che la Società detiene 4.575.114 azioni proprie.

Documentazione consultata e ipotesi di lavoro

Per lo svolgimento dell'incarico affidatomi, il sottoscritto ha utilizzato il materiale documentale fornito dalla Società ed altre informazioni pubbliche. Le valutazioni prodotte sono quindi strettamente dipendenti dal set informativo a disposizione nel momento di redazione della presente.

Il supporto informativo è rappresentato da:

- Documento di Offerta Pubblica di Acquisto Volontaria Totalitaria 11 giugno 2016;
- Bilanci Individuali e Consolidati di RCS anni 2014 e 2015;
- Relazione trimestrale 1Q 2016 di RCS;
- Business Plan 2016-2018, presentato al mercato in data 21 dicembre 2015;
- *Termsheet* contenente le "Modifiche al finanziamento sottoscritto in data 14 giugno 2013";
- Comunicato stampa RCS del 14 aprile 2016;
- Comunicato stampa RCS 1 giugno 2016;
- dichiarazioni del *management* di RCS intervistato dal sottoscritto;
- colloqui con i membri indipendenti del Consiglio di Amministrazione di RCS;
- banche dati Bloomberg, Capital IQ e InFinancial riguardo ai corsi azionari delle società, ai multipli di mercato e ai *target price* elaborati dagli analisti finanziari dall'1 gennaio 2015 alla data del 13 maggio 2016.

In merito alla documentazione contabile ed informativa messa a disposizione, lo scrivente dichiara di aver proceduto alla sua utilizzazione così come essa è stata predisposta e fornita, sul presupposto della sua correttezza, della sua completezza e della sua rispondenza al vero. Non sono state compiute indagini o valutazioni indipendenti di tali informazioni, relazioni e dichiarazioni. Non è stato fornito, ottenuto o esaminato per conto della Società alcun parere specialistico di tipo legale, contabile, ambientale, fiscale, previdenziale, né alcun documento di *auditing* interno.

Pertanto, la *Fairness Opinion* è stata predisposta sulla base delle seguenti ipotesi e limitazioni:

- a. la continuità aziendale e l'assenza di piani a breve o accordi preliminari già in essere di dismissione di aree di business e, più in generale, di un mutamento sostanziale dell'attuale struttura del gruppo RCS, ad esclusione dell'accordo per la vendita di RCS Libri già

perfezionato², e delle previsioni iscritte nel Business Plan 2016-2018, approvato dalla Società in data 21 dicembre 2015;

- b. la sottoscrizione del contratto di finanziamento, dopo l'intervenuta approvazione del *Termsheet* da parte di tutte le banche finanziatrici³, tramite il quale verranno rinnovati alla Società finanziamenti in *pool* per euro 352 milioni e linee bilaterali per almeno euro 85 milioni;
- c. la valutazione della congruità del corrispettivo proposto dall'Offerente è effettuata in riferimento alla data del 13 maggio 2016, ultimo giorno di Borsa aperta precedente il Comunicato dell'Offerente, ad eccezione a quanto riferito al successivo par. 2 del capitolo Risultati, laddove viene determinata la "*Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati non condizionati*", sull'orizzonte temporale 29 gennaio 2016 – 30 gennaio 2015.
- d. la *Fairness* si fonda necessariamente sulle condizioni macroeconomiche, finanziarie e di mercato alla data del rilascio. Qualsiasi mutamento delle condizioni di volatilità ed incertezza del quadro macroeconomico ed istituzionale relativo in particolare alla Zona Monetaria dell'Euro potrebbe avere effetto sulle due Società. Nelle valutazioni espresse si prescinde integralmente da ogni considerazione in merito al mutamento delle condizioni attuali e al suo impatto sulla Società.

Si precisa altresì che il sottoscritto per lo svolgimento del presente Incarico percepirà una commissione in misura fissa dalla Società, indipendentemente dall'esito dell'Offerta.

² Cfr. Comunicato stampa RCS del 14 aprile 2016.

³ Cfr. Comunicato della Società emesso in data 1 giugno 2016.

Svolgimento dell'incarico e criticità del processo di analisi

Oggetto del parere di congruità è l'elaborazione di un giudizio di merito sulla proposta elaborata dall'Offerente.

Nel caso in esame, poiché l'OPA ha per oggetto un corrispettivo monetario regolato in contanti, risulta fondamentale poter comparare il prezzo offerto con il valore fondamentale dei titoli azionari dell'Emittente.

La determinazione del valore fondamentale è basata sulla costruzione dei flussi di cassa prospettici, definiti sulla base di piani pluriennali approvati dagli organi amministrativi della Società i cui titoli sono oggetto di offerta. Il valore fondamentale può essere determinato con metodologie differenti, sebbene il processo di calcolo più frequentemente utilizzato nella teoria e nella prassi professionale sia il "Discounted Cash Flow" o "DCF".

RCS ha presentato al mercato, dopo l'approvazione del suo organo amministrativo, il "Business Plan 2016-2018" in data 21 dicembre 2015.

Sulla base di questo Piano è stata elaborata una valutazione fondata sul metodo DCF. Al valore economico del capitale che ne è conseguito, sono poi stati aggiunte le componenti di natura residuale, che nel caso di RCS sono prevalentemente costituite dagli scudi fiscali derivanti dalle imposte differite attive della Società. A tale dato è stata sottratta la posizione finanziaria netta al 31 marzo 2016 pro-forma⁴ ed è stato determinato il valore unitario delle azioni al netto di quelle possedute dalla Società stessa.

L'Offerente ha indicato i seguenti metodi per giustificare la definizione del corrispettivo monetario proposto:

1. prezzo ufficiale per azione ordinaria RCS nel Giorno di Borsa Aperta antecedente la data di Comunicazione dell'offerente. Tale prezzo era pari ad euro 0,598.
2. Corrispettivo dell'Offerta Cairo Communication, determinato sulla base del prezzo ufficiale delle azioni ordinarie Cairo Communication registrato in data 13 maggio 2016. Tale prezzo era pari ad euro 0,532.
3. Le medie ponderate dei prezzi ufficiali sugli intervalli 1,3,6 e 12 mesi. Tali prezzi erano rispettivamente ad euro: 0,592, 0,560, 0,558 e 0,685.

⁴ Considerando pertanto il flusso netto del corrispettivo derivante dalla vendita di RCS Libri pari ad euro 98 milioni.

4. Il prezzo ufficiale per azione ordinaria RCS nel giorno di Borsa aperta antecedente la data di annuncio dell'Offerta Cairo Communication. Tale prezzo era pari ad euro 0,416.

L'Offerente ha poi illustrato i multipli impliciti (*trailing*) nel corrispettivo offerto rispetto ad una serie di grandezze derivate dal Bilancio 2014 e 2015 di RCS ed ha confrontato tali multipli con quelli derivabili da un campione di società quotate per i medesimi esercizi.

Seppur in assenza di valutazioni fondamentali di RCS fornite dall'Offerente, la proposizione agli azionisti di un corrispettivo in contanti consente all'Esperto di comparare tale valore con le proprie determinazioni di valore fondamentale, costruite sul Business Plan della Società per il periodo 2016-2018.

I risultati ottenuti saranno poi assoggettati ad una procedura di riscontro tramite metodi di natura empirica comunemente usati nei mercati finanziari.

Metodologia di valutazione

Come indicato in precedenza, nel capitolo del Documento di Offerta *“Corrispettivo unitario per gli strumenti finanziari e sua giustificazione”* l’Offerente indica i metodi utilizzati nella definizione del corrispettivo.

Poiché l’Offerente utilizza prevalentemente prezzi di mercato derivati da serie storiche di quotazioni di Borsa e tenuto conto della sostanziale differenza tra valori e prezzi⁵, l’Esperto ha fondato il proprio giudizio di congruità sulla base di un percorso articolato in tre fasi:

1. la determinazione dell’intervallo di valori fondamentali attraverso il metodo del DCF nella versione *unlevered*, sulla base del Business Plan 2016-2018 presentato dalla Società al mercato in data 21 dicembre 2015. Questo intervallo costituisce il metodo principale su cui è fondato il giudizio di congruità, in quanto rappresenta il valore che gli azionisti detengono nel momento di promozione dell’Offerta, al quale dovrebbero implicitamente rinunciare in cambio di un valore certo e pari ad euro 0,70 per ogni azione apportata in OPA.
2. I risultati conseguiti con il DCF sono stati sottoposti a controllo. In primo luogo, sulla base della media e della mediana dei multipli impliciti *leading* di un campione di società comparabili per il periodo 2016-2018. In secondo luogo, sulla base dei *target price* rilevati da Bloomberg, mutuando dalle indicazioni fornite dagli analisti che coprono il titolo RCS nel periodo 13 maggio 2016 – 14 maggio 2015, in versione *“blind”*⁶.
3. Infine, anche allo scopo di riscontrare quanto indicato dall’Offerente nel capitolo E del Documento di Offerta, sulla base delle serie storiche delle Quotazioni di Borsa del periodo compreso tra il 14 maggio 2015 ed il 13 maggio 2016 (identificabile come *“Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati pre-annuncio”*), è stato determinato il PMP sull’arco temporale di 12, 6, 3, 1 mese, ed 1 giorno dell’azione ordinaria RCS. I valori determinati per ogni intervallo sono stati *“controllati”* sulla base delle serie storiche dei PMP del periodo compreso tra il 30 gennaio 2015 ed il 29 gennaio 2016 (identificabile come *“Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati non condizionati”*). Questo secondo intervallo temporale è stato scelto sulla base di test statistici effettuati sui

⁵ Cfr. pag. 19 in *Principi Italiani di Valutazione*, che a tale proposito specifica: *“1) il prezzo è il corrispettivo richiesto, offerto o pagato per l’acquisizione dell’attività reale o finanziaria da valutare. Si tratta di una grandezza empirica, influenzata da tutte le variabili che incidono sulla domanda e sull’offerta e che, pertanto, può discostarsi dal valore dell’attività; [...] 3) il valore non è una grandezza empirica ma il risultato di una stima [...]”*

⁶ Ovvero senza che si entrasse nel merito dell’identificazione degli analisti e delle società che avevano prodotto l’indicazione.

rendimenti giornalieri delle azioni ordinarie RCS per il periodo 1 gennaio 2015 – 16 maggio 2016, con l'intento di isolare un intervallo temporale dal quale rilevare prezzi "non condizionati" da andamenti anomali del rendimento normale del titolo RCS, stimati sulla base di un modello di mercato che assume l'indice FTMIB 30 *Total Return*. L'obiettivo è di evidenziare un periodo temporale nel quale il rendimento del titolo azionario della Società confermasse andamenti "estremi", spiegabili alla luce di fatti "*price-sensitive*" e di validare, al contrario, sulla serie storica "non condizionata" i PMP su ognuno degli intervalli temporali indicati nel periodo pre-annuncio. Infatti, qualora i PMP non condizionati risultassero superiori a quelli rilevati sulla serie storica pre-annuncio si potrebbe concludere che questi ultimi sono non penalizzanti per l'Offerente e come tali devono essere considerati nelle valutazioni che seguono.

Infatti, i PMP determinati per ognuno degli intervalli temporali definiti sulla base delle due serie storiche di prezzi indicate (pre-annuncio e non condizionate), sono stati confrontati con il prezzo Offerto di euro 0,70 per determinare il premio (sconto) implicito tra i due dati. Questo premio (sconto) è stato accostato a quanto emerge dall'esame di un campione di OPA volontarie lanciate dal gennaio 2010 al febbraio 2016 su società con capitalizzazione inferiore ai 500 milioni di euro, a loro volta considerate sulla base dei prezzi "*pre-annuncio*" e dei prezzi "*non condizionati*"⁷, per valutarne la differenza. Questo confronto è reso necessario dal fatto che l'OPA si propone di raggiungere il controllo di diritto, o in subordine di fatto, su RCS.

Non è stato invece considerato il metodo delle transazioni comparabili, in quanto l'unica operazione simile, che ha prodotto un memorandum d'intesa sottoscritto dalle parti che hanno concordato condizioni economico-patrimoniali non definitive comunicate al mercato, si concluderà successivamente al deposito della presente *Fairness*.⁸

⁷ Il principio per determinare il non condizionamento dei prezzi è il medesimo illustrato in relazione al punto 2 del Documento integrale di Fairness depositato presso la società nel caso dell'OPSC di. In questo caso, è stato considerato il solo titolo RCS e rilevati i medesimi intervalli temporali applicati nel caso dell'OPSC in esame.

⁸ Ci si riferisce in questo caso all'operazione tra il Gruppo Editoriale l'Espresso e ITEDI, comunque verificata negli accertamenti condotti dal sottoscritto preventivamente alla scelta dell'approccio metodologico da seguire.

Risultati

Fase 1: Discounted Cash Flow

Come già specificato, la determinazione dei valori fondamentali di una società si basa sulla costruzione dei flussi di cassa prospettici, definiti in funzione di piani pluriennali approvati dai relativi organi amministrativi; tale metodo rappresenta lo strumento principale utilizzato dal mercato finanziario per determinare i valori fondamentali del capitale economico di una società.

Il processo di valutazione attraverso la metodologia del DCF è di tipo sequenziale, partendo dal Piano della Società fino alla determinazione del fattore di sconto dei flussi di cassa operativi, ed i risultati ottenuti vengono confrontati con altre metodologie “secondarie” che ne validano o ne confutano le consistenze ottenute.

Il Piano Industriale 2016 – 2018 di RCS:

- è stato fornito dalla Società ed è stato comunicato al mercato in data 21 dicembre 2015 ed ha un orizzonte temporale di 3 anni (2016 – 2018).
- E' composto dal Conto Economico e dallo Stato Patrimoniale ed è rappresentato in forma consolidata.

Tabella 3 – Piano 2016 – 2018 Totale Ricavi

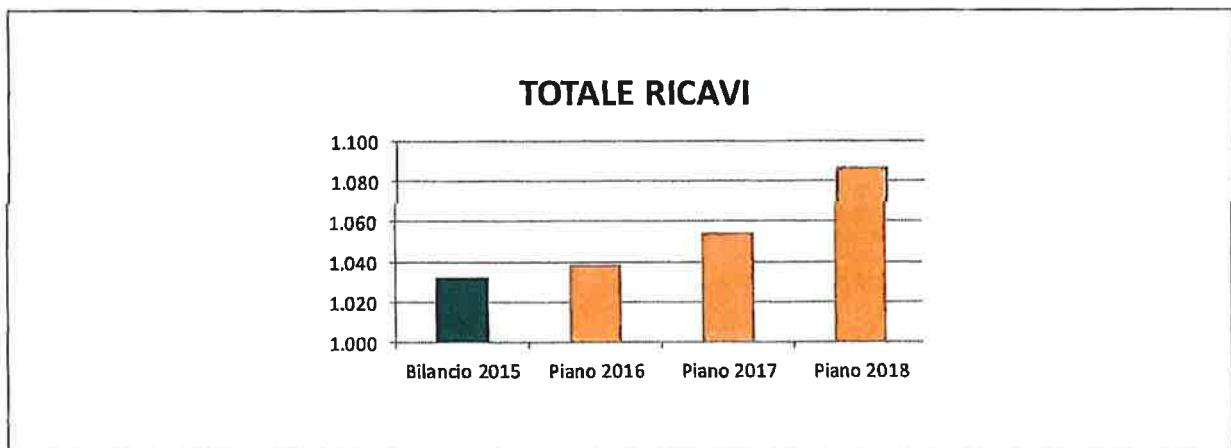


Tabella 4 – Piano 2016 – 2018 EBITDA ante non recurring cost

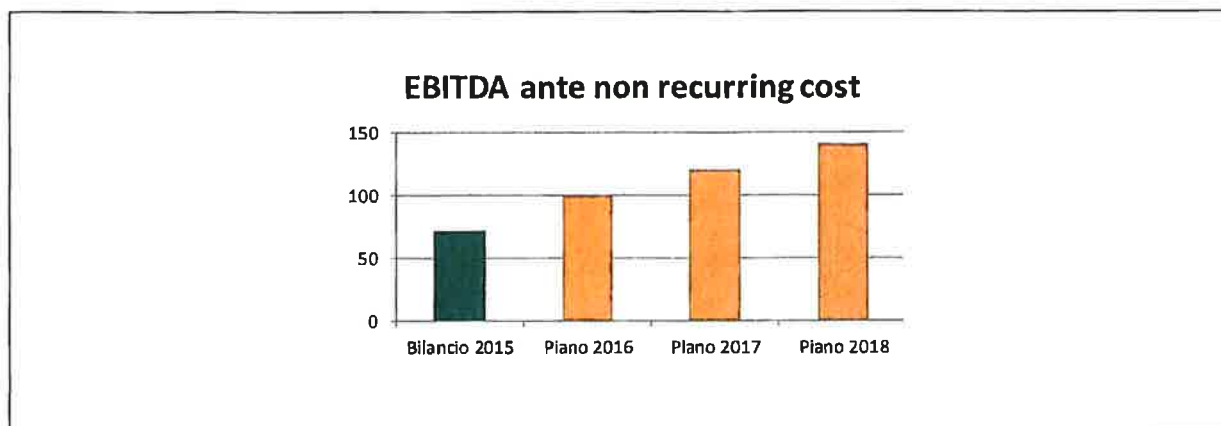


Tabella 5 – Piano 2016 – 2018 Risultato netto

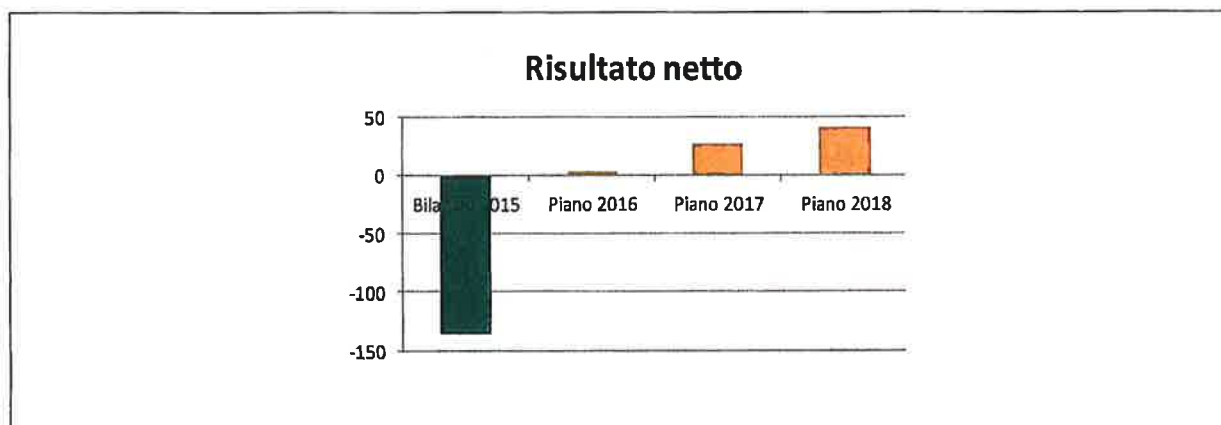
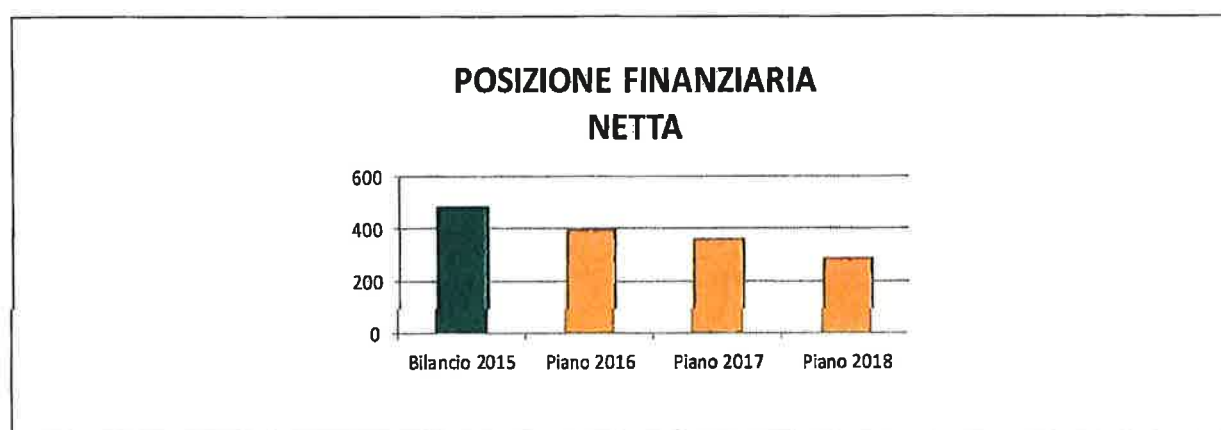


Tabella 6 – Piano 2016 – 2018 Posizione finanziaria netta



Il Flusso di Cassa:

- Viene effettuata una valutazione *Asset Side*, quindi l'attualizzazione dei Flussi di Cassa Operativi volti alla quantificazione dell'*Enterprise Value*.

Il Costo Medio Ponderato del Capitale (Wacc):

- Il costo medio ponderato del capitale rappresenta il costo del capitale fornito sia a titolo di debito sia a titolo di capitale proprio. E' una misura che riflette la rischiosità dell'intera operatività d'azienda, e quindi dei suoi investimenti complessivi. E' pertanto il *benchmark* rispetto al quale valutare il rendimento sul capitale investito.
- Il costo del capitale azionario è generalmente calcolato mediante l'impiego del CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), in forza del quale:

$$\text{Costo del capitale azionario} = \text{Tasso } risk\text{-free} + (\text{Beta} \times \text{Premio per il rischio di mercato}).$$

Tabella 7 – Assunzioni nel calcolo del costo medio ponderato del capitale di RCS

Beta Unlevered	0,730	Serie Bloomberg
Aliquota fiscale	27,7%	Aliquota 2015 media ESP e ITA
Beta Relevered	1,36	$\beta_{UL} \times [1 + (1 - tc) \times D/E]$
COSTO DEL CAPITALE PROPRIO (Ke)	11,40%	ERP + BTP + ARP
COSTO DEL DEBITO (Kd)	3,01%	$Kd \times (1 - tc)$
% debito netto su totale (Kd)	30,00%	Uscita del piano 2018
% capitale proprio su totale (Ke)	70,00%	Già ponderato
COSTO MEDIO PONDERATO CAPITALE	8,89%	WACC

I risultati

Sulla base:

- 1) del Piano fornito dalla Società,
- 2) del costo medio ponderato del capitale pari a 8,89% (considerando un range +/- 0,50%),
- 3) un tasso di crescita g pari a 0% (considerando un range +/- 0,50%),

l'utilizzo del *Discounted Cash Flow* ha condotto alle seguenti quantificazioni:

RCS MediaGroup	Minimo	Medio	Massimo
Enterprise value	702	777	871
Equity value	416	491	585
Valore per azione	0,80	0,95	1,13

Fase 2.1: Multipli impliciti

Come già specificato, i risultati ottenuti attraverso il DCF, vengono confrontati con altre metodologie valutative, per finalità di controllo.

Il primo confronto viene fatto tra i multipli impliciti ottenuti con il DCF, rispetto al valore intermedio, ed i multipli derivati da un campione di società comparabili. Il campione scelto è il seguente:

- Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.,
- Il Sole 24 Ore S.p.A.,
- Gruppo Editoriale L'Espresso S.p.A.,
- Vocento, S.A.,
- Cairo Communication S.p.A.,
- Promotora de Informaciones SA.

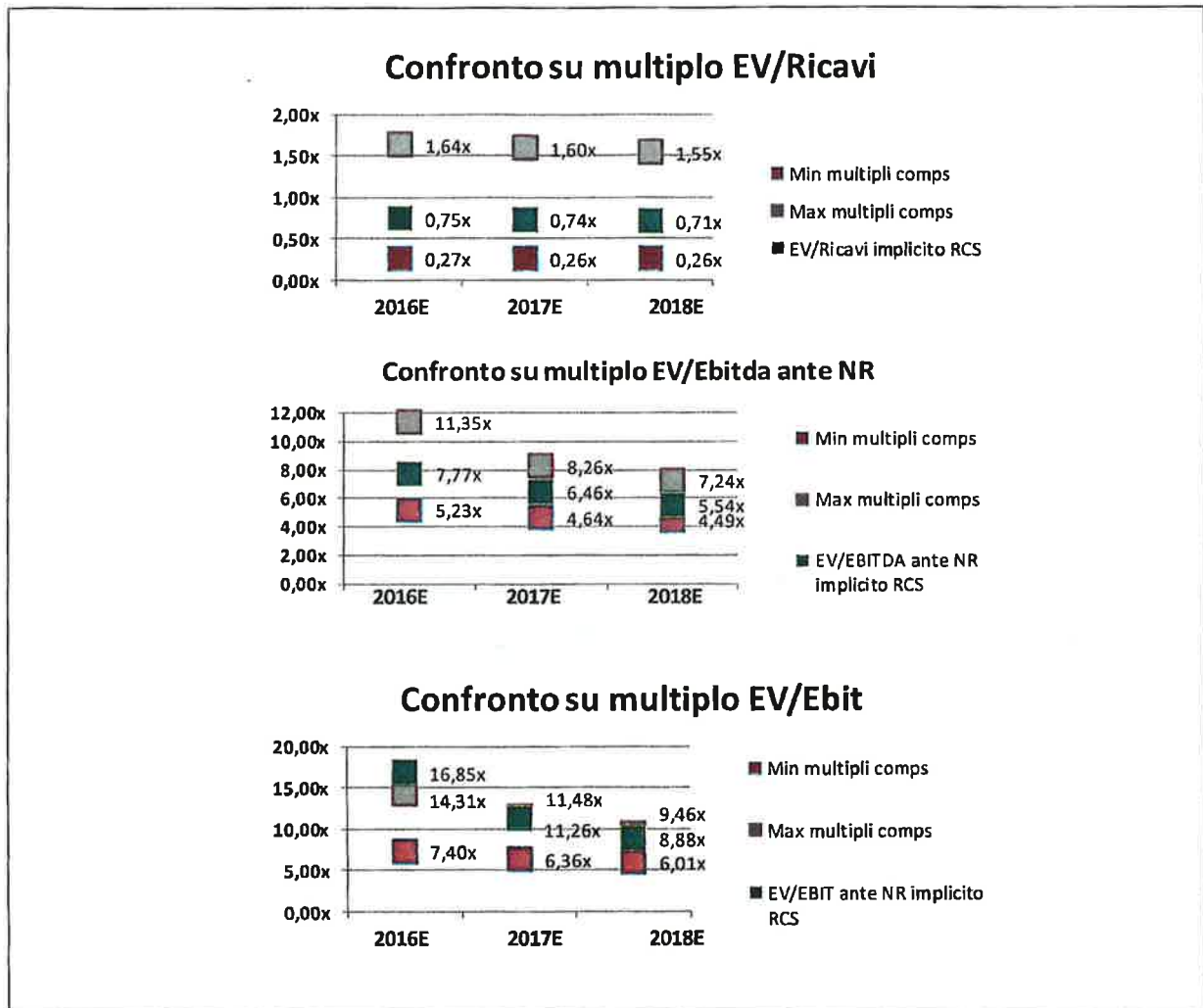
L'iter valutativo si sostanzia nei seguenti passaggi:

- 1) calcolo dei multipli impliciti su Ricavi, EBITDA ante non *recurring cost* ed EBIT;
- 2) confronto dei multipli impliciti derivati dal valore intermedio del DCF con i multipli medi delle società comparabili;
- 3) confronto dei multipli impliciti derivati dal valore intermedio del DCF con i multipli minimi e massimi delle società comparabili.

Tabella 8 – Multipli società comparabili

PANIERE PER RCS Company Name	EV/SALES			EV/EBITDA			EV/EBIT		
	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e	2016e	2017e	2018e
Arnoldo Mondadori Editore S.p.A.	0,37x	0,36x	0,36x	5,23x	4,64x	4,49x	7,40x	6,36x	6,01x
Il Sole 24 Ore S.p.A.	0,27x	0,26x	0,26x	11,35x	8,26x	6,99x	nm	nm	nm
Gruppo Editoriale L'Espresso SpA	0,64x	0,64x	0,65x	6,39x	6,09x	5,36x	8,64x	8,09x	6,98x
Vocento, S.A.	0,57x	0,57x	0,57x	6,15x	5,03x	4,66x	11,48x	8,28x	6,94x
Cairo Communication S.p.A.	0,87x	0,84x	0,81x	8,97x	7,73x	7,24x	12,93x	10,51x	9,46x
Promotora de Informaciones SA	1,64x	1,60x	1,55x	8,07x	7,38x	6,92x	14,31x	11,48x	9,39x
Media multipli comps	0,73x	0,71x	0,70x	7,69x	6,52x	5,94x	10,95x	8,94x	7,76x
Multipli Impliciti RCS sulla base del DCF	0,75x	0,74x	0,71x	7,77x	6,46x	5,54x	16,85x	11,26x	8,88x

Tabella 9 – Confronto multipli impliciti con multipli società comparabili



Dall'esame delle tabelle 8 e 9 si rilevano due evidenze:

- i multipli impliciti nel valore intermedio della valutazione a DCF del Piano 2016-2018 sono allineati ai multipli calcolati con riferimento ai valori medi delle società comparabili relativamente alla variabile EBITDA, evidenziando invece una minore valorizzazione dei volumi di ricavo e una maggior valorizzazione della redditività nel 2016 che va a normalizzarsi nel corso del 2018, orizzonte sul quale va a completarsi il Piano della Società;
- i multipli impliciti su Ricavi, Ebitda ante *non recurring cost*, ottenuti dal DCF, sono sempre ricompresi tra i multipli minimi ed i massimi delle società comparabili.

I risultati ottenuti sostengono, quindi, quanto determinato con il metodo principale.

Fase 2.2: Target price analisti finanziari

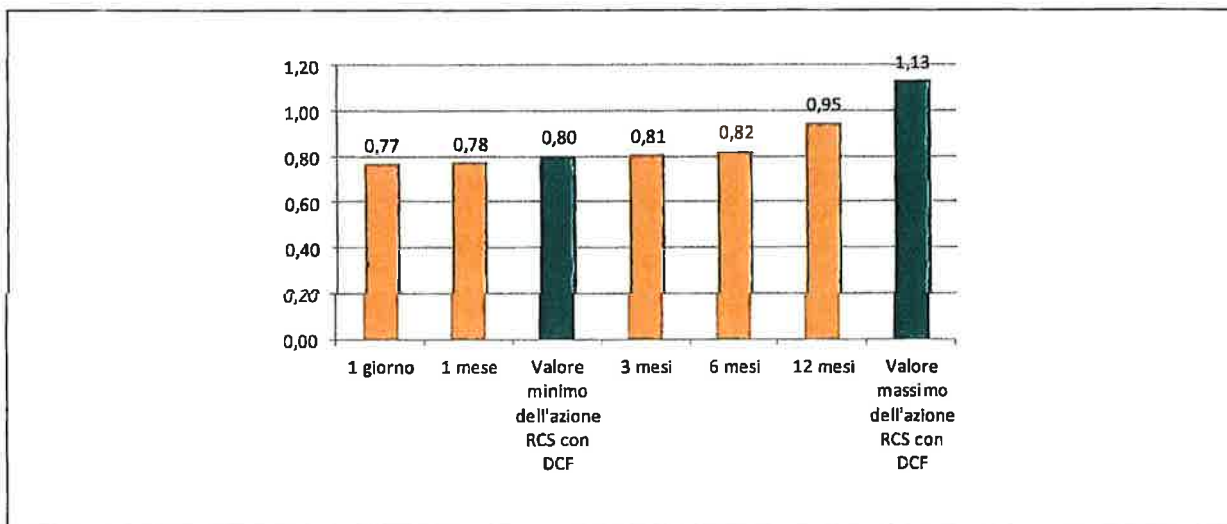
Le evidenze precedentemente rilevate impongono un'ulteriore verifica. Avendo utilizzato, come metodologia di riscontro con il DCF, quella dei multipli impliciti, si è ritenuto opportuno rilevare, senza alcun intervento soggettivo, i *target price* indicati dagli analisti e raccolti dalla banca dati Bloomberg. L'intervallo temporale di rilevazione è quello che va dall'14 maggio 2015 al 13 maggio 2016. I dati raccolti sono rappresentati in Tabella 10.

Tabella 10 – Consensus analisti

Periodo	DA	A	Total	Buys	Hold	Sells	Target Price
12 mesi	14-mag-15	13-mag-16	6	2	4	0	0,95
6 mesi	16-nov-15	13-mag-16	6	2	4	0	0,82
3 mesi	15-feb-16	13-mag-16	6	2	4	0	0,81
1 mese	14-apr-16	13-mag-16	6	3	3	0	0,78
1 giorno	13-mag-16	13-mag-16	6	3	3	0	0,77

Tali *target price* così rilevati sono stati confrontati con i valori minimo e massimo del titolo RCS ottenuti con il DCF. I risultati sono rappresentati nella Tabella 11.

Tabella 11 – Confronto valori azione RCS ottenuti con DCF con target price analisti



I risultati conseguiti evidenziano che l'intervallo dei valori dell'azione RCS, ottenuto con il DCF, rappresenta il punto di minimo e di massimo rispetto le osservazioni degli analisti a 3, 6 e 12 mesi. Si deve notare poi che il valore intermedio del DCF coincide con il dato dei target price a 12 mesi.

Fase 3: Prezzi medi ponderati e premi/sconti OPA

Al fine di includere nel giudizio di valutazione anche i profili esaminati dall’Offerta nella giustificazione di corrispettivo proposto, si ritiene opportuno accostare a quanto fatto nelle due fasi precedenti, anche un’analisi fondata sui prezzi medi ponderati storici del titolo RCS, ribadendo comunque la differenza che sussiste tra gli stessi ed il valore fondamentale di un titolo azionario. L’analisi dei PMP storici è prodromica alla valutazione dei premi (sconti) rilevati nel campione di operazioni di OPA similari a quella qui esaminata.

A tal fine, vengono calcolati, sulla base delle serie storiche dei prezzi dal 13 maggio 2016 (identificabile come “Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati pre-annuncio”), i prezzi medi ponderati ad 1 giorno, 1, 3, 6 e 12 mesi.

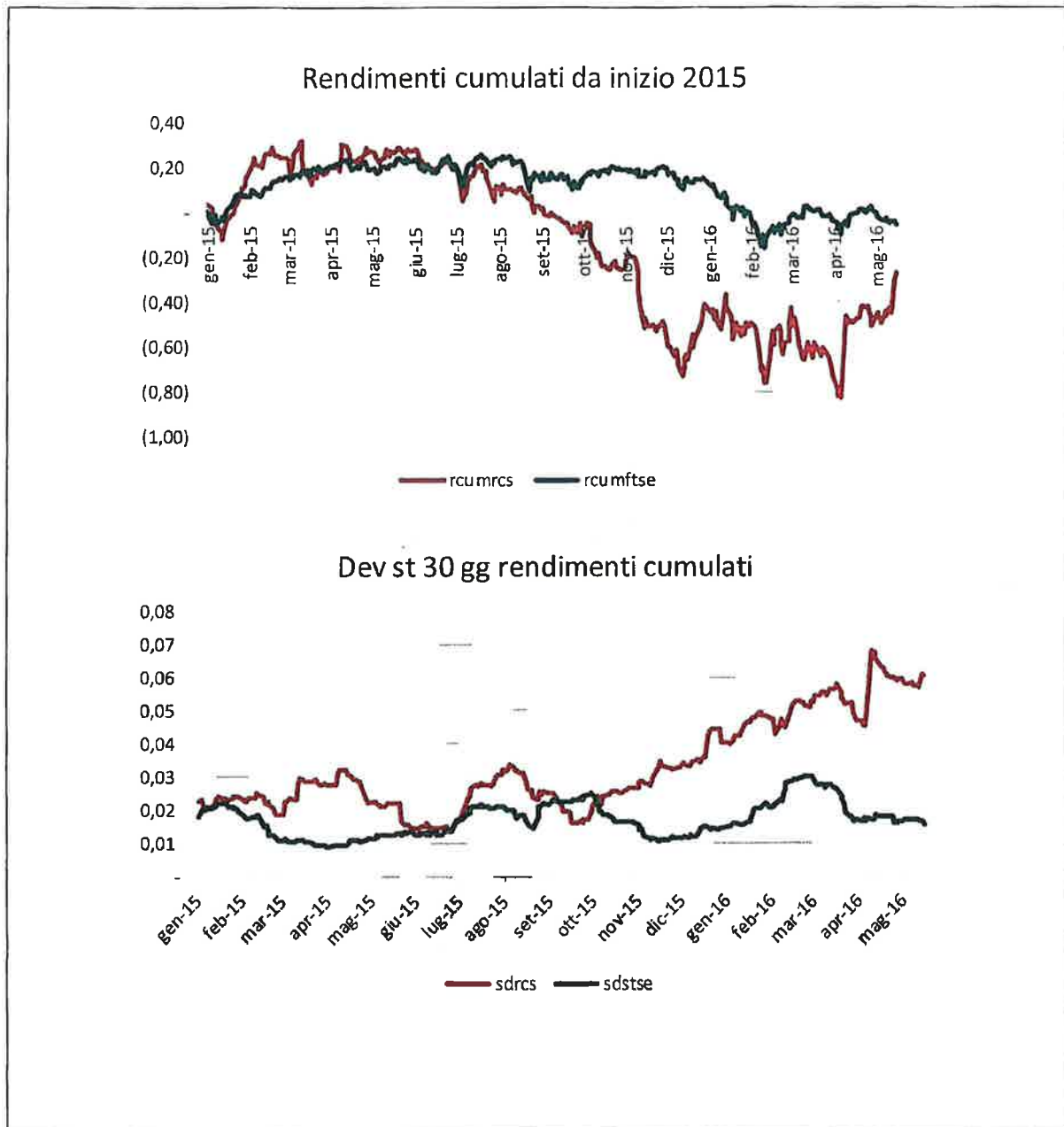
Tabella 12 – Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati pre-annuncio

Periodo	DA	A	PMP	Volumi	Turnover
12 mesi	14-mag-15	13-mag-16	0,685	895.505.241	173%
6 mesi	16-nov-15	13-mag-16	0,558	582.578.626	113%
3 mesi	15-feb-16	13-mag-16	0,560	236.807.879	46%
1 mese	14-apr-16	13-mag-16	0,591	97.391.888	19%
1 giorno	13-mag-16	13-mag-16	0,598	3.492.166	1%

In aggiunta, per sostenere il giudizio esprimibile sulla base delle serie storiche dei prezzi pre-annuncio, si è ritenuto opportuno procedere ad una verifica statistica con l’intento di comprendere se l’andamento dei rendimenti cumulati misurati dall’14 maggio 2015 al 13 maggio 2016 generati dal titolo RCS presentasse elementi di “anomalia” che potessero essere il riflesso di condizioni straordinarie derivanti da fatti pubblicamente disponibili⁹ ed evidenziati dal grafico di Tabella 12.

⁹ Nel documento depositato presso la Società è stata riportata un’analitica spiegazione della metodologia utilizzata e dei risultati raggiunti, che presentano comunque significatività statistica.

Tabella 13 – Rendimento azione ordinaria RCS, Cairo e FTMI8 30



I risultati conseguiti consentono di definire due periodi nei quali si sono rilevati andamenti anomali. Il primo coincidente con l'intervallo settembre 2015 – novembre 2015, da collegarsi alle notizie che hanno riguardato i cambiamenti del management di RCS ed un secondo periodo che va da marzo 2016 ad aprile 2016, nel quale vi è stato il protrarsi del processo di rinegoiazione del finanziamento sottoscritto il 14 giugno 2013 e l'annuncio del 2 marzo 2016 in merito alla scissione dei titoli RCS verso i propri azionisti da parte di FCA, che ha avuto per oggetto circa il 16% del capitale di RCS.

Di conseguenza, al fine di arricchire il patrimonio informativo a disposizione dell'esperto si è riprodotta la medesima analisi illustrata in Tabella 12 utilizzando i prezzi "non condizionati" per il periodo 30 gennaio 2015 – 29 gennaio 2016. Tale periodo decorre dal mese intermedio dell'intervallo di "normalità" dicembre 2015 – febbraio 2016. I risultati sono presentati in Tabella 14.

Tabella 14 – Serie storica dei prezzi di mercato ponderati per i volumi negoziati non-condizionati

Periodo	DA	A	PMP	Volumi	Turnover
12 mesi	30-gen-15	29-gen-16	0,874	918.685.997	178%
6 mesi	30-lug-15	29-gen-16	0,673	550.325.753	106%
3 mesi	30-ott-15	29-gen-16	0,579	372.225.866	72%
1 mese	30-dic-15	29-gen-16	0,593	123.318.190	24%
1 giorno	29-gen-16	29-gen-16	0,562	1.573.299	0%

I risultati ottenuti dal confronto consentono di concludere che l'utilizzo della serie dei prezzi pre-annuncio risulta quella più favorevole per l'Offerente ai fini della determinazione del premio (sconto) rispetto al prezzo offerto da IMH. Pertanto, al fine di consentire sempre il confronto dei successivi risultati, si procederà con logica binaria, utilizzando entrambe le serie, ma tenendo la seconda a puro scopo di controllo.

Avendo determinato le serie storiche dei PMP pre-annuncio e "non condizionati, si intende comparare il risultato conseguito con il DCF con un campione di offerte pubbliche di acquisto volontarie completate in Italia nel periodo 2010 – 2016 per controvalori inferiori ai 500 milioni di euro. Il campione è riportato in Tabella 15.

FAIRNESS OPINION – RCS MediaGroup S.p.A.

Tabella 15 – OPA volontarie in Italia dal 2010 al febbraio 2015

Premi pagati in Italia nelle OPA Volontaria - Prezzi pre annuncio						
Annuncio	Emittente	Offerente	Targeted Stake	Accettazione	Controvalore	Prezzo
4-mar-14	SAT	Corporacion America	73%	35%	102	14,22
27-mag-10	Gewiss	Bosatelli Domenico	24%	47%	120	4,20
16-giu-14	COBRA Automotive	Vodafone	100%	97%	145	1,49
1-feb-12	Benetton Group	Edizione	25%	70%	211	4,60
14-mag-12	Buongiorno	DOCOMO	100%	94%	224	2,00
8-set-10	Fastweb	Swisscom	18%	72%	256	18,00

Annuncio	Emittente	Offerente	1 giorno	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno
4-mar-14	SAT	Corporacion America	7%	11%	17%	22%	36%
27-mag-10	Gewiss	Bosatelli Domenico	17%	28%	36%	45%	44%
16-giu-14	COBRA Automotive	Vodafone	50%	54%	50%	72%	112%
1-feb-12	Benetton Group	Edizione	16%	45%	35%	18%	6%
14-mag-12	Buongiorno	DOCOMO	16%	22%	33%	46%	57%
8-set-10	Fastweb	Swisscom	35%	43%	44%	34%	18%
MEDIANA			18%	38%	36%	40%	40%

Premi pagati in Italia nelle OPA Volontaria - Prezzi non condizionati						
Annuncio	Emittente	Offerente	Targeted Stake	Accettazione	Controvalore	Prezzo non condizionato
4-mar-14	SAT	Corporacion America	73%	35%	102	11,09
27-mag-10	Gewiss	Bosatelli Domenico	24%	47%	120	3,28
16-giu-14	COBRA Automotive	Vodafone	100%	97%	145	0,99
1-feb-12	Benetton Group	Edizione	25%	70%	211	3,28
14-mag-12	Buongiorno	DOCOMO	100%	94%	224	1,47
8-set-10	Fastweb	Swisscom	18%	72%	256	11,26

Annuncio	Emittente	Offerente	1 giorno	1 mese	3 mesi	6 mesi	1 anno
4-mar-14	SAT	Corporacion America	28%	28%	31%	39%	49%
27-mag-10	Gewiss	Bosatelli Domenico	28%	27%	33%	42%	40%
16-giu-14	COBRA Automotive	Vodafone	5%	52%	49%	72%	111%
1-feb-12	Benetton Group	Edizione	40%	48%	36%	18%	4%
14-mag-12	Buongiorno	DOCOMO	36%	44%	57%	73%	72%
8-set-10	Fastweb	Swisscom	60%	60%	50%	32%	15%
MEDIANA			38%	46%	42%	41%	45%

Sulla base della Tabella 15 sono facilmente individuabili i premi mediani sulle offerte pubbliche di acquisto sia con prezzi pre-annuncio sia non condizionati che vengono riassunti in Tabella 16.

Tabella 16 – Premi mediани nelle OPA volontarie in Italia dal 2010 al febbraio 2016

Premi MEDIANI pagati in Italia OPA Volontaria					
	1day	1months	3months	6months	1year
Pre-annuncio	16,25%	35,75%	35,25%	39,60%	39,85%
Prezzi non condizionati	38,25%	46,15%	42,05%	40,60%	44,65%

E' così possibile determinare il premio (sconto) offerto dall'OPA, confrontando i PMP con il prezzo di 0,70 previsto in offerta, e comparare tale risultato con quanto evidenziato dal campione di OPA rilevato.

Tabella 17 – Calcolo dei PMP con premi OPA prezzi pre-annuncio e prezzi non condizionati

Offerta IMH						
0,70						
QUANTIFICAZIONI SULLA BASE DI PREZZI PRE-ANNUNCIO						
Periodo	Data da	Data a	PMP	OPA IMH vs PMP	Premio OPA	Scarto premio OPA IMH su premi storici
12 mesi	14-mag-15	13-mag-16	0,685	2,19%	39,85%	37,66%
6 mesi	16-nov-15	13-mag-16	0,558	25,55%	39,60%	14,05%
3 mesi	15-feb-16	13-mag-16	0,560	25,08%	35,25%	10,17%
1 mese	14-apr-16	13-mag-16	0,591	18,36%	35,75%	17,39%
1 giorno	13-mag-16	13-mag-16	0,598	17,06%	16,25%	-0,81%

QUANTIFICAZIONI SULLA BASE DI PREZZI NON CONDIZIONATI						
Periodo	Data da	Data a	PMP	OPA IMH vs PMP	Premio OPA	Scarto premio OPA IMH su premi storici
12 mesi	30-gen-15	29-gen-16	0,874	-19,94%	44,65%	64,59%
6 mesi	30-lug-15	29-gen-16	0,673	4,06%	40,60%	36,54%
3 mesi	30-ott-15	29-gen-16	0,579	20,92%	42,05%	21,13%
1 mese	30-dic-15	29-gen-16	0,593	18,09%	46,15%	28,06%
1 giorno	29-gen-16	29-gen-16	0,562	24,60%	38,25%	13,65%

Sulla base delle risultanze contenute in Tabella 17 emerge che:

- 1) sulla base dei PMP pre-annuncio il premio conseguente all'Offerta IMH risulta superiore a quanto rilevato dal campione di OPA solo in relazione all'ultimo giorno di Borsa aperta precedente l'annuncio dell'Offerta;
- 2) sulla base dei PMP non condizionati il premio conseguente all'Offerta IMH risulta sempre inferiore a quanto emerge dal campione di OPA considerato.

Da ciò si può concludere che il prezzo offerto da IMH sconta, sulla base dei PMP pre-annuncio, premi in media inferiori a quanto rilevato per il campione di OPA considerato.

Conclusioni

Il giudizio di congruità da esprimersi in merito all'Offerta di IMH si fonda sulla determinazione di un intervallo di valori fondamentali per il titolo RCS. Tale intervallo è stato ottenuto applicando la metodologia del DCF al Business Plan 2016-2018 consolidato, presentato dalla Società in data 21 dicembre 2015 ed è compreso tra:

min euro 0,80 – max euro 1,13

Il risultato a cui si è pervenuti sulla base del metodo DCF è stato avvalorato alla luce dei controlli effettuati con il metodo dei multipli di mercato *trailing*, assunti sulla base di un campione di società comparabili ad RCS, e con riferimento al metodo dei *target price* derivati dalla serie storica dei valori prodotti nell'intervallo 14 maggio 2015 – 13 maggio 2016 .

Ne consegue che il corrispettivo offerto in sede di OPA risulta a sconto sia rispetto al valore minimo (-12,5%) sia al valore massimo (-38,1%) dell'intervallo di valori determinato con il metodo DCF.

In subordine, poiché l'Offerente ha assunto prezzi di mercato pre-annuncio per giustificare il corrispettivo della sua Offerta, sono stati indagati i PMP negli intervalli da 1 giorno a 12 mesi del titolo RCS e sono misurati i premi (sconti) rispetto al prezzo offerto. Tali premi (sconti) sono stati confrontati con quelli derivati da un campione di OPA volontarie totalitarie concluse sul mercato italiano aventi ad oggetto imprese con capitalizzazione inferiore ai 500 milioni di euro. Questo confronto deriva dalle condizioni dell'Offerta, che contempla il controllo di diritto o di fatto dell'Emittente e, comunque, è destinata a ridurre il grado di contendibilità rispetto alle condizioni attuali. In ragione dei riscontri raggiunti, si evidenzia che il premio implicito nel corrispettivo proposto dall'Offerente rispetto ai PMP pre-annuncio risulta in media inferiore a quello del campione esaminato.

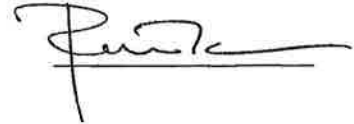
Pertanto, sulla base delle risultanze e delle verifiche di controllo illustrate nel corso dell'analisi, verificato che il corrispettivo certo proposto per ogni azione RCS da IMH (pari ad euro 0,70) nell'Offerta Pubblica di Acquisto Volontaria Totalitaria autorizzata dalla Consob con delibera n. 19627, risulta inferiore al minimo dell'intervallo di valori fondamentali determinato con il metodo DCF, si

conclude che tale corrispettivo è da ritenersi NON CONGRUO per tutti gli azionisti di RCS MediaGroup S.p.A.

Milano, 16 giugno 2016

In fede

Prof. Roberto Tasca



Fine Comunicato n.0145-39

Numero di Pagine: 25