

# Bit Market Services

Informazione Regolamentata n. 0145-61-2016	Data/Ora Ricezione 11 Luglio 2016 22:30:05	MTA
--	--	-----

Societa' : RCS MEDIAGROUP  
Identificativo : 76900  
Informazione  
Regolamentata  
Nome utilizzatore : RCSMEDIAGROUPN01 - FERRARA  
Tipologia : IROP 04  
Data/Ora Ricezione : 11 Luglio 2016 22:30:05  
Data/Ora Inizio : 11 Luglio 2016 22:45:06  
Diffusione presunta  
Oggetto : Allegato A al comunicato dell'Emittente

*Testo del comunicato*

Vedi allegato.

## **Terzo Addendum alla Fairness Opinion**

rilasciato per

**Consiglio di Amministrazione di**

**RCS MediaGroup S.p.A.**

**in data 9 Giugno 2016**

relativa

**AL RILANCIO DELL'OFFERTA PUBBLICA DI SCAMBIO VOLONTARIA  
TOTALITARIA**

**avente per oggetto azioni ordinarie di**



offerente



**CAIROCOMMUNICATION**

Milano, 11 luglio 2016

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

**OGGETTO:**

**Terzo 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 Cairo" 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 Cairo") **pari a 0,12** azioni ordinarie Cairo per ciascuna azione ordinaria RCS;
- 2) in data 9 giugno 2016 il sottoscritto Prof. Roberto Tasca ha prodotto una Fairness Opinion sull'Offerta Cairo (o "Fairness Cairo") indicando il Corrispettivo Cairo **NON CONGRUO** per tutti gli azionisti di RCS;
- 3) in data 17 giugno 2016 Cairo promuove un rilancio innalzando il rapporto di cambio (o "Rilancio del Corrispettivo Cairo") **pari a 0,16** azioni ordinarie Cairo per ciascuna azione ordinaria RCS;

## DOCUMENTO DI AGGIORNAMENTO RCS MediaGroup S.p.A.

- 4) contemporaneamente al Rilancio del Corrispettivo Cairo, quest'ultimo ha approvato un Business Plan 2017-2018 su basi *stand alone* (o "Business Plan Cairo"), comunicando al mercato unicamente alcuni dati sintetici in merito ai valori economici di *Sales, Ebitda* e *Capex*;
- 5) in data 24 giugno 2016 il sottoscritto Prof. Roberto Tasca ha prodotto un primo addendum alla Fairness Cairo (o "Addendum Fairness Cairo") indicando il Rilancio del Corrispettivo Cairo **NON CONGRUO** per tutti gli azionisti di RCS;
- 6) in data 1 luglio 2016, Cairo promuove un secondo rilancio successivo al Rilancio del Corrispettivo Cairo (o "Secondo Rilancio del Corrispettivo Cairo" o "Secondo Rilancio OPSC") innalzando il rapporto di cambio **pari a 0,17** azioni ordinarie Cairo per ciascuna azione ordinaria RCS;
- 7) in data 7 luglio 2016 il sottoscritto Prof. Roberto Tasca ha prodotto un secondo addendum alla Fairness Cairo (o "Secondo Addendum Fairness Cairo") indicando il Rilancio del Corrispettivo Cairo **NON CONGRUO** per tutti gli azionisti di RCS;
- 8) in data 8 luglio 2016, Cairo promuove un terzo rilancio successivo al Secondo Rilancio del Corrispettivo Cairo (o "Terzo Rilancio del Corrispettivo Cairo" o "Terzo Rilancio OPSC") innalzando il rapporto di cambio **pari a 0,18** azioni ordinarie Cairo (o "Terzo Rapporto di Cambio"), maggiorato di un importo in denaro pari ad **euro 0,25** (o "Corrispettivo in Denaro") per ciascuna azione ordinaria RCS portata in adesione all'Offerta Cairo;

il Consiglio di Amministrazione di RCS ha richiesto al sottoscritto Prof. Roberto Tasca di procedere ad un terzo aggiornamento (o "Terzo Documento di Aggiornamento Cairo" o "Terzo Addendum Fairness Cairo") dei pareri espressi in data 9 giugno 2016, in data 24 giugno 2016 ed in data 7 luglio 2016 sulla base del Terzo Rilancio del Corrispettivo Cairo.

Il Terzo Documento di Aggiornamento Cairo costituisce un supporto ai Consiglieri indipendenti ed al Consiglio di Amministrazione di RCS in merito alla valutazione della congruità del Terzo Rilancio del Corrispettivo Cairo. In particolare, i dettagli del Terzo 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.

## DOCUMENTO DI AGGIORNAMENTO RCS MediaGroup S.p.A.

---

- 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 521.864.957<sup>1</sup>, 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 Terzo Rilancio del Corrispettivo Cairo è pari a 0,18 (zero virgola diciotto) azioni ordinarie Cairo maggiorato di un Corrispettivo in Denaro pari ad euro 0,25 (zero virgola venticinque) per ciascuna azione ordinaria RCS apportata in OPSC.
- Come specificato nel Comunicato di rilancio del corrispettivo dell’8 luglio 2016, sulla base del prezzo ufficiale delle azioni Cairo registrato il 7 aprile 2016, giorno precedente l’annuncio dell’Offerta Cairo, il Terzo Rilancio OPSC esprime una valorizzazione pari ad euro 1,0402 per ciascuna azione RCS apportata all’Offerta Cairo. Il medesimo Terzo Rilancio OPSC esprime, sulla base del prezzo ufficiale delle azioni Cairo registrato l’8 luglio 2016, una valorizzazione pari a euro 1,0242 per ciascuna azione RCS apportata all’Offerta Cairo. In caso di integrale adesione all’Offerta Cairo, Cairo emetterà n. 93.935.692 nuove azioni, a fronte delle azioni RCS portate all’Offerta Cairo, e sosterrà un esborso complessivo per il Corrispettivo in Denaro pari ad euro 130.466.239,25.

---

<sup>1</sup> Si ricorda che la Società detiene 4.575.114 azioni proprie.

## Svolgimento dell'incarico

L'articolazione del Terzo Addendum Fairness Cairo, non essendo intervenuti nuovi rilasci di informazioni al mercato da parte dell'Offerente, fonda le proprie considerazioni sulla base delle analisi già condotte nello svolgimento della Fairness Cairo, nell'Addendum Fairness Cairo e nel Secondo Addendum Fairness Cairo.

L'elemento addizionale che deve essere considerato nella formazione di un giudizio di congruità, rispetto a quanto avvenuto nella documentazione rilasciata dal sottoscritto in precedenza, è la presenza di un Corrispettivo in Denaro che si aggiunge al Terzo Rapporto di Cambio, determinando un portafoglio di Offerta in contropartita all'azione RCS, così definito:

$$0,18 \times 1 \text{ azione ordinaria Cairo} + \text{euro } 0,25 = 1 \text{ azione ordinaria RCS}$$

Il che equivale a:

$$0,18 \times 1 \text{ azione ordinaria Cairo} = 1 \text{ azione ordinaria RCS} - \text{euro } 0,25$$

$$0,18 = (1 \text{ azione ordinaria RCS} - \text{euro } 0,25) / 1 \text{ azione ordinaria Cairo [1]}$$

Pertanto, nell'elaborazione di questo ulteriore giudizio di congruità, si deve tenere conto della nuova situazione per la quale ogni singolo azionista che intenda consegnare un'azione RCS riceverebbe in cambio una frazione pari allo 0,18 dell'azione Cairo, oltre ad euro 0,25. In ragione dell'equivalenza illustrata in [1] conseguenza, tale corrispettivo verrà considerato come valore da sottrarre:

- ai prezzi medi ponderati RCS, definiti sulla base delle serie storiche delle quotazioni di Borsa considerati nella Fairness Opinion.

Si deve certamente esplicitare come nel caso delle stime del valore fondamentale dell'azione Cairo vi sia un'ipotesi implicita per la quale vi è una condizione di eguaglianza tra la riduzione della posizione finanziaria netta dell'Offerente al seguito del pagamento del corrispettivo in denaro e il valore di acquisizione della partecipazione RCS conseguente. Ciò in ragione del fatto che si ritiene,

# DOCUMENTO DI AGGIORNAMENTO

## RCS MediaGroup S.p.A.

alla luce dei valori fondamentali dell'azione RCS determinati sulla base del DCF, l'eventuale acquisizione completata da Cairo ad un *fair market price*.<sup>2</sup>

Tale assunzione determina l'invarianza del valore dell'azione Cairo pre e post acquisizione in quanto la stessa produce un effetto sostitutivo tra la minor posizione finanziaria netta post acquisizione e il valore del *residual asset* rappresentato dalla partecipazione eventualmente acquisita in caso di conclusione favorevole dell'OPSC.

Alla luce di quanto esposto, la struttura del processo di valutazione è la seguente:

In primo luogo, vengono confermati i criteri utilizzati nella redazione della Fairness Cairo 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, ai premi estratti da un campione di OPA storiche effettuate in Italia tra il 2010 ed il 2016 e ai *target price* degli analisti sull'intervallo 8 aprile 2015 – 7 aprile 2016. I prezzi medi ponderati dell'azione RCS utilizzati in quella sede devono essere rettificati (ridotti) del corrispettivo offerto in contanti (euro 0,25).

In secondo luogo, vengono confermate le quantificazioni effettuate nell'Addendum Fairness Cairo circa la stima del valore fondamentale dell'Offerente ottenuto attraverso l'applicazione del metodo dei multipli di mercato alle grandezze economiche contenute nel Business Plan Cairo e diffuse al mercato. Ai fini della determinazione del rapporto di cambio tali grandezze vengono confrontate con l'intervallo di valori fondamentali determinati per RCS con il metodo DCF, questi ultimi rettificati (ridotti) del corrispettivo offerto in contanti (euro 0,25).

La struttura del presente documento si articola quindi come segue:

- rielaborazione e sintesi delle valutazioni espresse nella Fairness Cairo, includendo il Corrispettivo in Denaro offerto;
- rielaborazione e sintesi delle valutazioni espresse nell'Addendum Fairness Cairo, includendo il Corrispettivo in Denaro offerto;

<sup>2</sup> Definito l'intervallo di valori fondamentali di RCS compreso tra 0,80 e 1,13, l'acquisizione che prevede un Corrispettivo in Denaro di euro 0,25 ed un rapporto di cambio pari a 0,18, dovrebbe essere definita *fair* per un intervallo di valori dell'azione ordinaria Cairo compreso tra un minimo di euro:

$$(0,80-0,25)/0,18 = 3,06$$

ed un massimo di euro:

$$(1,13-0,25)/0,18 = 4,88$$

Laddove per un valore fondamentale intermedio di RCS pari ad euro 0,95, il valore fondamentale intermedio di Cairo risulterebbe pari ad euro:

$$(0,95-0,25)/0,18 = 3,89$$

- considerazioni finale in merito al Terzo Rilancio OPSC.

## Sintesi valutative aggiornate sul Terzo Rilancio del Corrispettivo Cairo

### Rielaborazione e sintesi delle valutazioni espresse nella Fairness Cairo

In questa sede si richiamano le valutazioni già espresse nella Fairness Opinion del 9 giugno 2016 che vengono rideterminate sulla base del Terzo Rilancio del Corrispettivo Cairo e del Corrispettivo in Denaro offerti per ciascuna azione ordinaria RCS apportata in OPSC:

- 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, al netto del Corrispettivo in Denaro pari ad euro 0,25, e l'azione ordinaria Cairo. 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.

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

Periodo	PMP RCS	PMP RCS - euro 0,25	PMP Cairo EX	Concambio Ex div	Concambio Ex div - 0,25 euro cash
12 mesi	0,76	0,51	4,44	0,17	0,11
6 mesi	0,59	0,34	4,10	0,14	0,08
3 mesi	0,55	0,30	3,97	0,14	0,08
1 mese	0,49	0,24	4,32	0,11	0,06
1 giorno	0,42	0,17	4,39	0,09	0,04

- 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. È stato dunque sottratto il Corrispettivo in Denaro al PMP RCS già maggiorato dal premio mediano pre-annuncio OPA, tale valore è stato poi diviso per il valore dell'azione Cairo.

# DOCUMENTO DI AGGIORNAMENTO

## RCS MediaGroup S.p.A.

### 2 - Rapporti di cambio con premi pre-annuncio

Periodo	Premi mediani pre-annuncio	PMP RCS	PMP Cairo EX	Concambio Ex div	Concambio Ex div - 0,25 euro cash
12 mesi	40%	0,76	4,44	0,24	0,18
6 mesi	40%	0,59	4,10	<b>0,20</b>	<b>0,14</b>
3 mesi	35%	0,55	3,97	<b>0,19</b>	<b>0,12</b>
1 mese	36%	0,49	4,32	0,15	0,10
1 giorno	16%	0,42	4,39	<b>0,11</b>	<b>0,05</b>

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. Si ricorda che, anche in questo caso, il valore dell'azione RCS è stato ridotto per un importo pari al Corrispettivo in Denaro.

### 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	<b>0,20</b>	0,16
3 MESI	0,15	0,15	<b>0,15</b>
1 MESE	0,16	0,16	0,16
1 GIORNO	0,16	0,16	0,16

### 3 - Rapporti di cambio con consensus analisti - 0,25 euro cash

Periodo	Rapporto di cambio medio ex	Rapporto di cambio max ex	Rapporto di cambio min ex
12 MESI	0,15	0,19	0,11
6 MESI	0,12	<b>0,15</b>	0,11
3 MESI	0,10	0,10	<b>0,10</b>
1 MESE	0,11	0,11	0,11
1 GIORNO	0,11	0,11	0,11

### Rielaborazione e sintesi delle valutazioni espresse nell'Addendum Fairness Cairo

Nella seconda parte viene richiamato il confronto tra il valore fondamentale di RCS con la stima del valore fondamentale di Cairo, condotta sulla base del metodo dei multipli di mercato. L'intervallo di valori fondamentali di RCS viene rideterminato sulla base del Terzo Rilancio del Corrispettivo Cairo e del Corrispettivo in Denaro offerti per ciascuna azione ordinaria RCS apportata in OPSC.

I presupposti sui quali si sono fondate tali valutazioni sono:

# DOCUMENTO DI AGGIORNAMENTO

## RCS MediaGroup S.p.A.

- 1) il valore fondamentale di una società può essere determinato con metodologie differenti però il processo di calcolo più frequentemente utilizzato nella teoria e nella prassi professionale è il “*Discounted Cash Flow*” o “DCF”;
- 2) 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;
- 3) ogni informazione economica e/o patrimoniale rilasciata da una società oggetto di valutazione rappresenta un patrimonio informativo non trascurabile;
- 4) il metodo di valutazione attraverso i multipli di società comparabili è spesso utilizzato con finalità di controllo; rappresenta quindi un imprescindibile complemento agli altri metodi utilizzati per verificare le congruità valutative;
- 5) la stima effettuata attraverso il metodo dei multipli dipende dalla selezione del campione scelto, quindi tale campione deve essere il più “confrontabile” possibile con la società oggetto di valutazione.

Dal momento che per Cairo, diversamente da RCS, non si dispone di prospetti economico-patrimoniali pluriennali su cui costruire flussi di cassa prospettici, le valutazioni espresse si sostanziano nel confronto tra il valore fondamentale di RCS, effettuata attraverso il metodo del DCF, rideterminate sulla base del Terzo Rilancio del Corrispettivo Cairo e del Corrispettivo in Denaro offerti per ciascuna azione ordinaria RCS apportata in OPSC, e la stima del valore fondamentale di Cairo, effettuata attraverso il metodo dei multipli di mercato.

L’*iter* valutativo esposto nell’Addendum Fairness Cairo, e qui richiamato, si articola quindi nelle seguenti fasi:

- 1) determinazione del valore fondamentale di RCS attraverso il *Discounted cash flow* e successiva rettifica per il Corrispettivo in Denaro pari ad euro 0,25;
- 2) individuazione del campione di società comparabili a Cairo;
- 3) stima del valore fondamentale di Cairo attraverso il metodo dei multipli di mercato; in tale stima verrà data evidenza del supplemento in contanti pari ad euro 0,25, che Cairo ha aggiunto all’Offerta;
- 4) confronto dei valori fondamentali delle due società;

5) verifica delle quantificazioni ottenute.

### **1) Stima del valore fondamentale di RCS attraverso il metodo del DCF**

Sulla base delle assunzioni adottate nel DCF, è stato calcolato il valore per azione di RCS facendo variare sia il costo medio ponderato del capitale sia il tasso di crescita in un intervallo +/- 50 bps. Tale sensitività ha condotto alla quantificazione di un *range* del valore dell'azione di RCS compreso tra euro 0,80 ed euro 1,13, fissando un valore intermedio pari ad euro 0,95. A tale range di valori deve essere sottratto il Corrispettivo in Denaro:

Valore azione RCS	MINIMO	MEDIO	MASSIMO
DCF: valore azione RCS	0,80	0,95	1,13
Rettifica Corrispettivo in Denaro	(0,25)	(0,25)	(0,25)
<b>Valore azione RCS rettificato</b>	<b>0,55</b>	<b>0,70</b>	<b>0,88</b>

### **2) Individuazione del campione di società comparabili**

Sul presupposto verificato che Cairo sia attivo nell'editoria di periodici e di libri 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 Cairo;
- 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). La fonte dei dati è la medesima utilizzata in tutte le Fairness Opinion ad oggi rilasciate dal sottoscritto.

Qui di seguito il dettaglio:

# DOCUMENTO DI AGGIORNAMENTO

## RCS MediaGroup S.p.A.

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
<b>MEDIA</b>	<b>0,72x</b>	<b>0,71x</b>	<b>0,70x</b>	<b>7,73x</b>	<b>6,60x</b>	<b>5,87x</b>
<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
<b>MEDIA</b>	<b>1,85x</b>	<b>1,77x</b>	<b>1,69x</b>	<b>9,50x</b>	<b>8,55x</b>	<b>7,92x</b>
<i>Peso ponderale su dati 1Q 2016 NON Editoria</i>	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

<b>MULTIPLI MEDI PONDERATI</b>	<b>0,95x</b>	<b>0,92x</b>	<b>0,90x</b>	<b>8,08x</b>	<b>6,99x</b>	<b>6,28x</b>
--------------------------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

### 3) Stima del valore fondamentale di Cairo attraverso il metodo dei multipli di mercato

I dati forniti da Cairo, unitamente ai multipli presentati, hanno condotto alla quantificazione della stima del valore fondamentale di Cairo<sup>3</sup>.

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

<sup>3</sup> 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 dal Business Plan Cairo. Tali diritti sono stati imputati al netto dell'effetto fiscale a riduzione dell'Ebitda dell'esercizio per allineare la grandezza ai criteri impiegati per le società che compongono i *cluster* considerati.

# DOCUMENTO DI AGGIORNAMENTO

## RCS MediaGroup S.p.A.

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)
<b>Equity Value</b>	<b>286,2</b>	<b>341,7</b>	<b>Equity Value</b>	<b>292,1</b>	<b>325,1</b>
Numero di azioni nette	78,3	78,3	Numero di azioni nette	78,3	78,3
<b>Valore per azione Cairo</b>	<b>3,65</b>	<b>4,36</b>	<b>Valore per azione Cairo</b>	<b>3,73</b>	<b>4,15</b>

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)
<b>Equity Value</b>	<b>301,7</b>	<b>359,0</b>	<b>Equity Value</b>	<b>320,3</b>	<b>371,8</b>
Numero di azioni nette	78,3	78,3	Numero di azioni nette	78,3	78,3
<b>Valore per azione Cairo</b>	<b>3,85</b>	<b>4,58</b>	<b>Valore per azione Cairo</b>	<b>4,09</b>	<b>4,75</b>

#### 4) Confronto dei valori fondamentali delle due società

Sulla base dei risultati ottenuti 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 euro 0,80 ed euro 1,13 e con un valore intermedio di euro 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.

Rapporti di cambio da multipli <i>Publishing</i> EV/Sales '17 e '18				Rapporti di cambio da multipli <i>Publishing</i> EV/Ebitda '17 e '18			
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
<b>Rapporto di cambio</b>	<b>0,22</b>	<b>0,25</b>	<b>0,29</b>	<b>Rapporto di cambio</b>	<b>0,21</b>	<b>0,24</b>	<b>0,28</b>

Rapporti di cambio da multipli <i>Publishing</i> EV/Sales '17 e '18 aggiustati per il Corrispettivo in Denaro				Rapporti di cambio da multipli <i>Publishing</i> EV/Ebitda '17 e '18 aggiustati per il Corrispettivo in Denaro			
--	--	--	--	---	--	--	--

# DOCUMENTO DI AGGIORNAMENTO

## RCS MediaGroup S.p.A.

Concambi con Multipli <i>Publishing Sales</i> 2017-2018				Concambi con Multipli <i>Publishing Ebitda</i> 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 *	0,55	0,70	0,88	Valore per azione RCS *	0,55	0,70	0,88
<b>Rapporto di cambio</b>	<b>0,15</b>	<b>0,19</b>	<b>0,23</b>	<b>Rapporto di cambio</b>	<b>0,15</b>	<b>0,18</b>	<b>0,22</b>
<small>* Valore azione RCS al netto del Corrispettivo in Denaro (euro 0,25)</small>				<small>* Valore azione RCS al netto del Corrispettivo in Denaro (euro 0,25)</small>			

Rapporti di cambio da multipli medi ponderati EV/Sales '17 e '18				Rapporti di cambio da multipli medi ponderati EV/Ebitda '17 e '18			
Concambi con Multipli Medi Ponderati Sales 2017-2018				Concambi con Multipli Medi Ponderati Ebitda '17-'18			
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
<b>Rapporto di cambio</b>	<b>0,18</b>	<b>0,21</b>	<b>0,25</b>	<b>Rapporto di cambio</b>	<b>0,19</b>	<b>0,21</b>	<b>0,24</b>

Concambi con Multipli Medi Ponderati Sales 2017-2018				Concambi con Multipli Medi Ponderati Ebitda '17-'18			
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 *	0,55	0,70	0,88	Valore per azione RCS *	0,55	0,70	0,88
<b>Rapporto di cambio</b>	<b>0,13</b>	<b>0,16</b>	<b>0,19</b>	<b>Rapporto di cambio</b>	<b>0,13</b>	<b>0,16</b>	<b>0,19</b>
<small>* Valore azione RCS al netto del Corrispettivo in Denaro (euro 0,25)</small>				<small>* Valore azione RCS al netto del Corrispettivo in Denaro (euro 0,25)</small>			

### 5) Verifica delle quantificazioni ottenute

Come strumento di verifica 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 Cairo<sup>4</sup>;
- 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

<sup>4</sup> Cfr. pag. 66.

## Considerazioni sul Terzo Rilancio del Corrispettivo Cairo

Il Terzo Addendum Fairness Cairo è stato richiesto all'Esperto in seguito al Comunicato dell' 8 luglio 2016, con il quale l'Offerente ha rilanciato il corrispettivo di cambio proposto al mercato innalzandolo **da 0,17 a 0,18** azioni ordinarie Cairo ogni azione ordinaria RCS ed aggiungendo un corrispettivo in denaro pari ad **euro 0,25** ogni azione RCS portata in adesione.

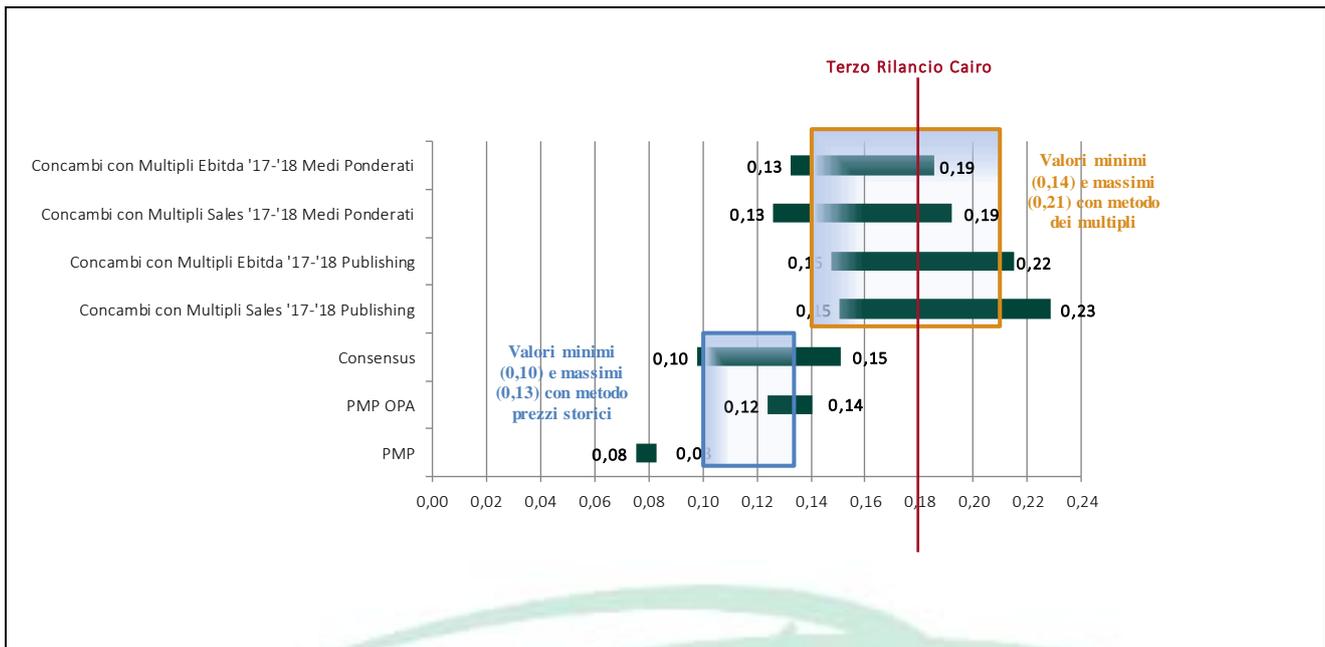
Sono state in questa sede rideterminate le valutazioni effettuate attraverso:

- 1) i prezzi medi ponderati dei due titoli, RCS e Cairo,
- 2) un campione di OPA storiche effettuate in Italia nel periodo compreso tra il 2010 ed il 2016,
- 3) i *target price* proposti dagli analisti finanziari,
- 4) i multipli di mercato applicati alle grandezze di Sales ed Ebitda (2017-2018) presentate nel Business Plan Cairo 2017-2018,
- 5) l'intervallo dei valori fondamentali del titolo azionario RCS stimato attraverso il DCF.

Dall'applicazione dei metodi di cui ai punti 1,2 e 3, fondati sui prezzi storici delle azioni ordinarie RCS e Cairo, è stato rinvenuto **un intervallo di congruità pari a 0,10 – 0,13.**

Dall'applicazione dei metodi di cui ai punti 4 e 5, fondati su grandezze prospettiche desunte dai *Business plan* presentati da RCS e Cairo al mercato, è stato rinvenuto **un intervallo di congruità pari a 0,14 – 0,21.**

Sintesi dei risultati

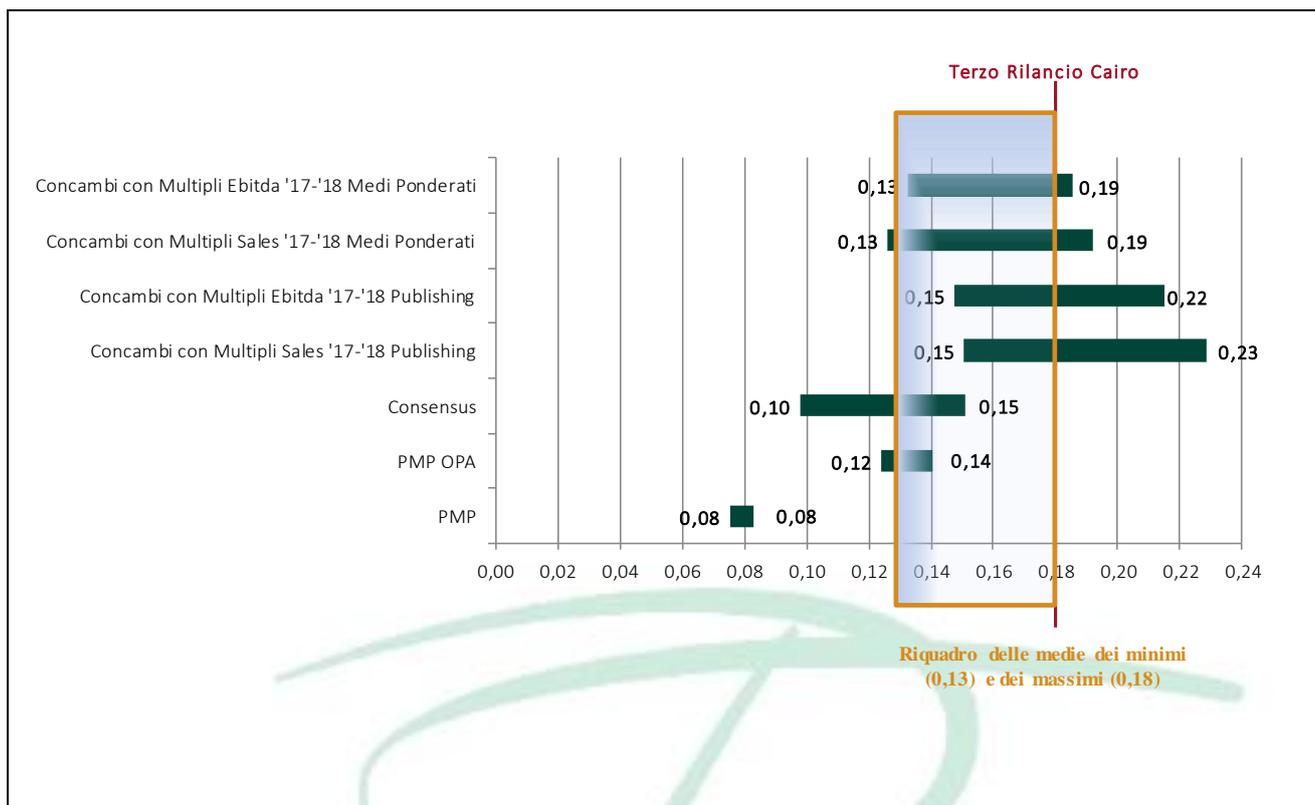


Sebbene i metodi di cui ai punti 4 e 5, basandosi su grandezze desumibili dai piani industriali prospettici delle due società potrebbero rappresentare un maggior grado di affidabilità nella determinazione del giudizio di congruità rispetto ai metodi di cui ai punti 1,2 e 3, fondati su grandezze storiche, al fine di mantenere un'omogeneità di metodo con quanto prodotto in precedenza, si ritiene opportuno formulare il giudizio di sintesi sulla congruità sulla base della media aritmetica semplice degli intervalli determinati sulla base di tutti i metodi utilizzati.

Pertanto, in virtù di tutti i metodi applicati, delle ipotesi già esplicitate nello svolgimento dell'incarico, **l'intervallo di congruità, determinato come media aritmetica di tutte le determinazioni effettuate, è compreso tra: 0,13 – 0,18.**

# DOCUMENTO DI AGGIORNAMENTO RCS MediaGroup S.p.A.

## Sintesi dei risultati



Da ciò deriva un giudizio di CONGRUITA' per il corrispettivo offerto da Cairo nel Terzo Rilancio OPSC.

Milano, 11 luglio 2016

In fede

(Prof. Roberto Tasca)

Fine Comunicato n.0145-61

Numero di Pagine: 18