

# Bit Market Services

Informazione Regolamentata n. 0145-62-2016	Data/Ora Ricezione 11 Luglio 2016 23:01:19	MTA
--	--	-----

Societa' : RCS MEDIAGROUP  
Identificativo : 76901  
Informazione  
Regolamentata  
Nome utilizzatore : RCSMEDIAGROUPN01 - FERRARA  
Tipologia : IROP 04  
Data/Ora Ricezione : 11 Luglio 2016 23:01:19  
Data/Ora Inizio : 11 Luglio 2016 23:16:20  
Diffusione presunta  
Oggetto : Allegato B al comunicato dell'Emittente

*Testo del comunicato*

Vedi allegato.



July 11, 2016

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

Members of the Board:

You have requested our opinion as to the fairness, from a financial point of view, to the holders of the ordinary shares of RCS MediaGroup S.p.A. (“RCS”) (other than Mr. Urbano Cairo, Cairo Communication S.p.A. (“Cairo”) and Cairo’s other affiliates) of the Offer Consideration (defined below) to be received by such holders (other than Mr. Urbano Cairo, Cairo and Cairo’s other affiliates) pursuant to the unsolicited public exchange offer made by Cairo pursuant to Articles 101 *bis* et seq. of Legislative Decree No. 58/1998, as amended (the “Italian Securities Act”) (the “Cairo Offer”). The Cairo Offer was announced by Cairo on April 8<sup>th</sup>, 2016 and on May 10<sup>th</sup>, 2016 (the “Announcements”), its terms were described in the offer document published by Cairo on June 11<sup>th</sup>, 2016, as supplemented on June 22<sup>nd</sup>, 2016 by an offer document supplement and on July 1<sup>st</sup>, 2016 by means of a press release (the “Offer Document”) and were further supplemented on July 8<sup>th</sup>, 2016 by means of an additional press release announcing, *inter alia*, an increase in the Offer Consideration (as defined below) (the “Cairo Press Release”).

As more fully described in the Offer Document, as supplemented by the Cairo Press Release, in connection with, and pursuant to the terms and conditions of, the Cairo Offer, each holder of outstanding ordinary shares of RCS (each a “RCS Ordinary Share”) will have the right to receive a consideration (the “Offer Consideration”) represented by (i) 0.18 newly issued ordinary shares of Cairo (each a “Cairo Ordinary Share”) with no *par value* (the “Ordinary Share Consideration”), and (ii) Euro 0.25 in cash (the “Cash Consideration”), per each RCS Ordinary Share held. Based on the information made available to us (as further described in the paragraphs below), the Cairo Offer is made to the holders of 521,864,957 RCS Ordinary Shares, which are all of the issued and outstanding RCS Ordinary Shares as of May 28<sup>th</sup>, 2016, including any treasury shares held by RCS, and is subject, among other, to the condition that RCS Ordinary Shares representing at least 50% (+1 share) of the issued and outstanding share capital of RCS are tendered. On May 10<sup>th</sup>, 2016, Cairo announced that it reserves the right to waive such condition, provided that RCS Ordinary Shares representing at least 35% (+1 share) of the issued and outstanding RCS share capital will have been tendered in the Cairo Offer. In this respect, we observed, and considered in our analysis, that the Cairo Offer is aimed at obtaining a *de-facto* control stake in RCS, but that, at least in the short term and provided that Cairo announced that it intends to merge RCS and Cairo within 12-24 months, the Cairo Offer is not aimed at a delisting of RCS. Therefore, the shareholding structure of RCS in case of completion of the Cairo Offer would entail the presence of one major shareholder (the listed holding (Cairo)) and one listed subsidiary (RCS). Based on the Offer Document and the Cairo Press Release, Cairo will be entitled to modify the Offer Consideration by reducing the Ordinary Share Consideration from 0.18 to 0.12 newly issued Cairo Ordinary Shares for each tendered RCS Ordinary Share, and by increasing the Cash Consideration by an additional Euro 0.2634 for each tendered RCS Ordinary Share, in the event that Cairo’s shareholder meeting called for July 18<sup>th</sup>, 2016 does not resolve to approve the capital increase to serve the issuance of the additional Cairo Ordinary Shares contemplated to be issued in the Cairo Offer by virtue of the increase in the Offer Consideration announced in the Cairo Press Release. We express no opinion regarding any such modification.



As you are aware, on May 16<sup>th</sup>, 2016, certain current shareholders of RCS and International Acquisitions Holding S.à r.l., a third party investor, announced – pursuant to Article 102 and 106 of the Italian Securities Act – their decision to launch an unsolicited public cash tender offer relating to all of the issued and outstanding RCS Ordinary Shares excluding the shares already held by such certain current shareholders, as supplemented (the “**Alternative Offer**”). Pursuant to the Italian Securities Act, the Alternative Offer represents a competitive tender offer with respect to the Cairo Offer.

In arriving at our opinion, we reviewed the Announcements, a copy of the Offer Document and of the Cairo Press Release, and held discussions with certain senior officers, directors and other representatives and advisors of RCS concerning the businesses, operations and prospects of RCS. We also reviewed certain financial forecasts and other information and data relating solely to RCS, which were provided to or discussed with us by the management of RCS, and examined certain publicly available business and financial information relating to RCS and Cairo. We were not provided with forecasts from RCS management inclusive of synergies that may stem from the integration of RCS and Cairo post completion of the Cairo Offer. We reviewed the financial terms of the Cairo Offer as set forth in the Offer Document, as supplemented by the Cairo Press Release, in relation to, among other things, current and historical market prices and trading volumes of the RCS Ordinary Shares and the Cairo Ordinary Shares; the historical and projected earnings and other operating data of RCS; target trading prices for each of RCS and Cairo published by equity research analysts; and the capitalization and financial condition of RCS and Cairo. Although a limited number of equity research analysts provide earnings projections or other financial forecasts or targets for Cairo, and although, on June 17<sup>th</sup>, 2016, in the context of the Cairo Offer, Cairo made publicly available a document titled “Company Overview and 2017-2018 Business Plan”, which contained certain limited information regarding the 2017-2018 business plan of Cairo and the proposed integration plan with RCS, due to the lack of certain data required to conduct a rigorous discounted cash-flow valuation and the impossibility to carry out any due diligence on the forecasts provided by Cairo, our valuation of Cairo and of the Cairo Ordinary Shares was necessarily arrived at solely on the basis of methodologies not requiring forward-looking information. In particular, we did not perform, and could not have performed, a discounted cash-flow analysis on Cairo. We considered, to the extent publicly available, the financial terms of certain other transactions which we considered relevant in evaluating the Cairo Offer and analyzed certain financial, stock market and other publicly available information relating to the businesses of other companies whose operations we considered relevant in evaluating those of RCS. In addition to the foregoing, we conducted such other analyses and examinations and considered such other information and financial, economic and market criteria as we deemed appropriate in arriving at our opinion. The issuance of our opinion has been authorized by our fairness opinion committee.

In rendering our opinion, we have assumed and relied, without independent verification, upon the accuracy and completeness of all financial and other information and data publicly available or provided to or otherwise reviewed by or discussed with us, and upon the assurances of the management of RCS that they are not aware of any relevant information that has been omitted or that remains undisclosed to us. With respect to financial forecasts and other information and data relating to RCS provided to or otherwise reviewed by or discussed with us, we have been advised by the management of RCS that such forecasts and other information and data were reasonably prepared on bases reflecting the best currently available estimates and judgments of the management of RCS as to the future financial performance of RCS. We do not take responsibility for such estimates and projections, or the basis on which they were prepared. No representation or warranty, express or implied, is made as to the accuracy or completeness of



such information and nothing contained herein is, or shall be relied upon as, a representation, whether as to the past, the present or the future.

We have assumed that the Cairo Offer will be consummated in accordance with the terms provided in the Offer Document, as supplemented by the Cairo Press Release, and other communications by Cairo in relation to the Cairo Offer, without waiver, modification or amendment of any material term, and that, in the course of obtaining the necessary regulatory or third party approvals, consents and releases for the Cairo Offer, no delay, limitation, restriction or condition will be imposed that would have an adverse effect on RCS, Cairo or the Cairo Offer. We further have assumed that the final terms of the Cairo Offer will not vary materially from those set forth in the Offer Document, as supplemented by the Cairo Press Release, reviewed by us. We also have assumed, with your consent, that the Cairo Offer, insofar as the Ordinary Shares Consideration is concerned, will be treated as a tax-neutral transaction for Italian tax purposes. We have assumed that there are no material undisclosed liabilities of Cairo for which appropriate reserves or other provisions have not been made. We are not expressing any opinion as to what the value of the Cairo Ordinary Shares will be when issued pursuant to the Cairo Offer or the price at which the Cairo Ordinary Shares will trade at any time. We have not made or been provided with an independent evaluation or appraisal of the assets or liabilities (contingent or otherwise) of RCS or Cairo, nor have we made any physical inspection of the properties or assets of RCS of Cairo. We were not requested to, and we did not, participate in the negotiation and/or structuring of the Cairo Offer or the Alternative Offer. We express no view as to, and our opinion does not address, the relative merits of the Cairo Offer as compared to any alternative business strategies that might exist for RCS or the effect of any other transaction in which RCS might engage or that may be proposed to the holders of RCS Ordinary Shares, including the Alternative Offer. Nothing in this opinion should be construed to represent a comparison between the Cairo Offer, the Alternative Offer or any other offer. Our opinion is necessarily based upon information available to us, and financial, stock market and other conditions and circumstances existing, as of the date hereof. It should be understood that subsequent developments may affect this opinion and that we do not have any obligation to update, revise, or reaffirm this opinion. Our opinion is limited to the fairness, from a financial point of view, to the holders of the RCS Ordinary Shares (other than Mr. Urbano Cairo, Cairo and Cairo's other affiliates) of the Offer Consideration in the Cairo Offer.

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

In accordance with the terms of our engagement, Citigroup Global Markets Limited has acted as financial advisor to RCS in connection with the Cairo Offer and the Alternative Offer and will receive a fee for such services, a significant portion of which is contingent upon the Board of Directors achieving certain objectives of enhancement of company and shareholder value. We also will receive a fee for the delivery of this opinion. We and our affiliates in the past have provided, and currently provide, services to RCS and Cairo, and may in the future provide services to RCS or Cairo, and their respective affiliates, for which services we and such affiliates have received and in the future may receive compensation. In the ordinary course of our business, we and our affiliates may actively trade or hold the securities of RCS, Cairo and their respective affiliates for our own account or for the account of our customers and, accordingly, may at any time hold a long or short position in such securities. In addition, we and our affiliates (including



Citigroup Inc. and its affiliates) may maintain relationships with RCS, Cairo and their respective affiliates.

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

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

Very truly yours,

CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED

A handwritten signature in black ink, appearing to be "M. J. ...", followed by a horizontal line.



## Appendix A

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

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

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

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

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

In the preparation of the Opinion, for the purposes of valuation of Cairo, we reviewed the target trading prices for the Cairo Ordinary Share published by equity research analysts and the historical trading prices for the Cairo Ordinary Share. Cairo released on 17<sup>th</sup> June 2016 a limited set of estimates for the financial years ending on December 31, 2017 and 2018 but such estimates were not sufficient per se to perform a discounted cash flow analysis ("DCF") valuation. Additionally, the valuation of Cairo based on publicly available data was hindered by



the limited coverage from equity research analysts for Cairo Ordinary Share (three equity research analysts cover the stock, and we had access to only two of them providing forecast financials of the company as of 7<sup>th</sup> April 2016) and by the limited trading volumes for the Cairo Ordinary Share.

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

We computed an implied value of RCS Ordinary Share based on the Cairo Ordinary Share value (obtained from each applicable methodology) multiplied by the Ordinary Share Consideration plus the Cash Consideration (the “**Implied RCS Ordinary Share Value**”). The Implied RCS Ordinary Share Value has been compared to the relative RCS Ordinary Share value we obtained from each applicable methodology, as deemed appropriate, to assess the fairness, from a financial point of view, of the Offer Consideration to the holders of RCS Ordinary Share (other than Mr. Urbano Cairo, Cairo and Cairo’s other affiliates).

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

We performed an equity research target prices analysis, which is an analysis designed to estimate the share price of a company through the target prices of selected equity research analysts. We reviewed, to the extent publicly available, the target prices of six selected equity research analysts for the RCS Ordinary Share prior to the announcement by Cairo of its intention to launch a public voluntary exchange offer on RCS (or April 8<sup>th</sup> 2016, the “Announcement” date), which are set forth in the table below (ordered by date):

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

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

We also reviewed, to the extent publicly available, the target prices of three selected equity research analysts for the Cairo Ordinary Share prior to the Announcement, which are set forth in the table below (ordered by date):

<b>Date</b>	<b>Broker</b>	<b>Target Price</b>
21-Mar-2016	Mediobanca	€5.67
17-Mar-2016	Kepler Cheuvreux	€5.40
9-Mar-2016	Equita SIM	€4.90



This analysis indicated a per share equity value reference range for Cairo of between €4.90 and €5.67 (minimum and maximum of selected equity research analysts target prices), with a median of €5.40 and an average of €5.32.

The Implied RCS Ordinary Share Value derived from the application of the equity research analysts target prices methodology indicates a price per **RCS Ordinary Share of €1.13 and €1.27** (based on the minimum and maximum of selected equity research analysts target prices for the Cairo Ordinary Share).

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

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

The corresponding VWAP for the Cairo Ordinary Share, adjusted for the €0.20 per share dividend paid on May 9<sup>th</sup>, 2016, were €4.41, €4.34, €3.97, €4.10, €4.43 at one day, one month, three months, six months and twelve months prior to the Announcement date, respectively.

The Implied RCS Ordinary Share Value derived from the application of the historical share price methodology (adjusted for Italian public tender offer premia) indicates a price per **RCS Ordinary Share of €1.04, €1.03, €0.97, €0.99 and €1.05** at one day, one month, three months, six months and twelve months, respectively.

### **RCS Discounted Cash Flow Analysis**

As mentioned above, we performed a DCF analysis only for RCS. The DCF analysis is an analysis designed to estimate the implied value of a company by calculating the present value of the estimated future unlevered free cash flows of that company over the projection period and the terminal value of that company at the end of the projection period.

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



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

Based on our professional judgment and experience, we then calculated the implied estimated terminal value for RCS’s Italian and Spanish operations based on perpetuity growth rates ranging from -0.5% to 0.5% and -0.5% to 0.5%, respectively, and then discounted to present value (as of March 31, 2016) the unlevered, after-tax free cash flows and implied estimated terminal value using discount rates ranging from 9.3% to 10.3% (7.4% to 8.4% with no SCRPs) for the Italian operations and 9.3% to 10.3% (7.3% to 8.3% with no SCRPs) for the Spanish operations, reflecting an estimate of the weighted average cost of capital of these two businesses of RCS.

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

This analysis indicates a per share equity value for RCS of €0.82 and €1.12 (with SCRPs), and of €1.15 and €1.62 (without SCRPs). Since we could not perform a DCF analysis on Cairo, we derived the Implied RCS Ordinary Share Value by using Cairo Ordinary Share price (as of 8<sup>th</sup> July 2016) and Cairo minimum / maximum equity research analysts target prices, as of the day prior to the Announcement date (€4.38 and €4.90 / €5.67). The Implied RCS Ordinary Share Value derived from (a) Cairo Ordinary Share price indicates a price per **RCS Ordinary Share of €1.04**, and (b) the equity research analysts target prices methodology indicates a price per **RCS Ordinary Share of €1.13 and €1.27**.

#### **RCS Selected Transactions Analysis**

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

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



For each of the RCS Selected Transactions, Citi reviewed enterprise values of the RCS Selected Transactions, calculated as the purchase prices paid for the target companies' equity plus debt, less cash and cash equivalents and other adjustments, as multiples, to the extent publicly available, of the EBITDA for the LTM prior to the announcement of the relevant transaction or other relevant measurement date. The observed multiples of enterprise value to LTM EBITDA for the RCS Selected Transactions ranged from a low of 3.0x to a high of 16.9x (with a median of 8.5x and an average of 9.3x). Based on our professional judgment and experience, and taking into consideration the observed multiples for the RCS Selected Transactions, we then applied a selected range of multiples of enterprise value to LTM EBITDA of 8.5x and 9.3x to the LTM EBITDA of RCS as of March 31, 2016. Financial data of RCS were based on certain publicly available financial information as well as on the forecasts relating to RCS provided to us by the management of RCS, as described above. This analysis indicated an approximate implied per share equity value reference range of between €0.95 and €1.09. The Implied RCS Ordinary Share Value was computed by using Cairo Ordinary Share price (as of 8<sup>th</sup> July 2016) and Cairo minimum / maximum equity research analysts target prices, as of the day prior to the Announcement date (€4.38 and €4.90 / €5.67). The Implied RCS Ordinary Share Value derived from (a) Cairo Ordinary Share price indicates a price per **RCS Ordinary Share of €1.04**, and (b) the equity research analysts target prices methodology indicates a price per **RCS Ordinary Share of €1.13 and €1.27**.

### Summary Considerations

We have set below the summary of our findings based on the different methodologies considered:

Methodology	RCS Ordinary Share Value		Cairo Ordinary Share Value			Implied RCS Ordinary Share Value		
	Min (€)	Max (€)	Spot Price as of 8-Jul-16 (€)	Target Price pre Announcement		on Cairo Spot Price (€)	on Cairo Target Price	
				Min (€)	Max (€)		Min (€)	Max (€)
SOTP DCF (SCRIP 2.7%)	0.82	1.12	4.38	4.90	5.67	1.04	1.13	1.27
SOTP DCF (No SCRIP)	1.15	1.62	4.38	4.90	5.67	1.04	1.13	1.27
Brokers' target price	0.70	0.96	n.m.	4.90	5.67	n.m.	1.13	1.27
Adjusted Historical Prices								
<i>VWAP 1D</i>		0.52			4.41			1.04
<i>VWAP 1M</i>		0.62			4.34			1.03
<i>VWAP 3M</i>		0.73			3.97			0.97
<i>VWAP 6M</i>		0.79			4.10			0.99
<i>VWAP 12M</i>		1.03			4.43			1.05
Precedent Transactions Multiples	0.95	1.09	4.38	4.90	5.67	1.04	1.13	1.27

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

**11 luglio 2016**

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

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

Avete richiesto il nostro parere in merito alla congruità, da un punto di vista finanziario, nei confronti dei detentori di azioni ordinarie (le “Azioni Ordinarie”) di RCS MediaGroup S.p.A. (“RCS”) (eccezion fatta per Urbano Cairo, Cairo Communication S.p.A. (“Cairo”) e le affiliate di Cairo) del Corrispettivo (come definito di seguito) che sarà ricevuto dai detentori stessi (eccezion fatta per Urbano Cairo, Cairo e le affiliate di Cairo) secondo i termini dell'offerta pubblica di scambio volontaria effettuata da Cairo ai sensi degli articoli 101 *bis* et seq. del Decreto Legislativo N. 58/1998, e successive modifiche (il “Testo Unico della Finanza”) ( l’ “**Offerta Cairo**”). L’Offerta Cairo è stata annunciata da Cairo in data 8 Aprile 2016 e 10 Maggio 2016 (gli “**Annunci**”) e i suoi termini sono stati descritti nel documento di offerta pubblicato in data 11 giugno 2016, così come integrato in data 22 giugno 2016 da un supplemento del documento di offerta e in data 1 luglio 2016 per mezzo di un comunicato stampa (il “**Documento di Offerta**”) e ulteriormente integrati in data 8 luglio 2016 per mezzo di un ulteriore comunicato stampa che ha annunciato, *inter alia*, un incremento del Corrispettivo (come definito in seguito) (il “**Comunicato Cairo**”).

Come descritto in dettaglio nel Documento di Offerta e così come integrato dal Comunicato Cairo, e secondo i termini e le condizioni dell’Offerta Cairo, ciascun detentore di Azioni Ordinarie RCS (ognuna “**Azione Ordinaria RCS**”) avrà il diritto di ricevere un corrispettivo (il “**Corrispettivo**”) pari a 0,18 azioni di nuova emissione di Cairo (ognuna “**Azione Ordinaria Cairo**”) prive del valore nominale (il “**Corrispettivo in Azioni**”) e Euro 0,25 in contanti (il “**Corrispettivo in Contanti**”) per ogni Azione Ordinaria RCS posseduta. Sulla base delle informazioni che ci sono state fornite (come descritto nei paragrafi seguenti), l’Offerta Cairo è rivolta ai detentori di 521.864.957 Azioni Ordinarie RCS, che rappresentano il totale delle Azioni Ordinarie RCS in circolazione alla data del 28 Maggio 2016, incluse le azioni proprie detenute da RCS, ed è soggetta, tra l’altro, alla condizione che le Azioni Ordinarie RCS in adesione rappresentino almeno il 50% (+1 azione) del totale delle azioni in circolazione di RCS. Il 10 Maggio 2016 Cairo ha annunciato che si riserva il diritto di rinunciare a tale condizione, a patto che le Azioni Ordinarie RCS portate in adesione all’Offerta Cairo rappresentino almeno il 35% (+1 azione) del totale delle Azioni Ordinarie in circolazione di RCS. A questo riguardo, abbiamo osservato, e considerato nella nostra analisi, che l’Offerta Cairo è volta al conseguimento di una quota di controllo di fatto in RCS, ma che, almeno nel breve periodo e considerato che Cairo ha annunciato l’intenzione di procedere alla fusione di RCS in Cairo nei prossimi 12-24 mesi, l’Offerta Cairo non ha l’obiettivo di rimuovere la quotazione RCS. Pertanto, la struttura azionaria di RCS in caso di successo dell’Offerta Cairo prevederebbe la presenza di un azionista di maggioranza (la *holding* quotata (Cairo)) e una

controllata quotata (RCS). Sulla base del Documento di Offerta e del Comunicato Cairo, Cairo avrà la facoltà di modificare il Corrispettivo riducendo il Corrispettivo in Azioni da 0,18 a 0,12 Azioni Ordinarie Cairo di nuova emissione per ogni Azione Ordinaria RCS portata in adesione e incrementando il Corrispettivo in Contanti di ulteriori Euro 0,2634 per ogni Azione Ordinaria RCS portata in adesione nell'ipotesi in cui, nell'assemblea straordinaria convocata da Cairo per il giorno 18 luglio 2016, non venga approvata la delibera sull'aumento di capitale a servizio dell'emissione di Azioni Ordinarie Cairo in relazione all'Offerta Cairo, per mezzo di un incremento del Corrispettivo come annunciato nel Comunicato Cairo. Non esprimiamo alcuna opinione in riferimento a tale modifica.

Come a Voi noto, in data 16 Maggio 2016, alcuni azionisti di RCS e di International Acquisitions Holdings S.à.r.l., un investitore terzo, hanno annunciato – ai sensi degli articoli 102 e 106 del Testo Unico della Finanza – la loro decisione di lanciare un'Offerta Pubblica di Acquisto Volontaria con corrispettivo in contanti su tutte le Azioni Ordinarie RCS in circolazione escluse quelle già detenute dai suddetti soggetti già azionisti, come integrato (l' "**Offerta Alternativa**"). Ai sensi del Testo Unico della Finanza, l'Offerta Alternativa rappresenta un'offerta concorrente rispetto all'Offerta Cairo.

Ai fini del nostro parere, abbiamo esaminato gli Annunci, una copia del Documento di Offerta e il Comunicato Cairo, nonché abbiamo discusso con alcuni dirigenti, amministratori e altri rappresentanti e consulenti di RCS gli aspetti commerciali, operativi e le prospettive di RCS. Abbiamo inoltre esaminato alcune proiezioni finanziarie e altre informazioni e dati relativi solamente a RCS che ci sono stati forniti da o che abbiamo discusso con la dirigenza di RCS, ed esaminato alcune informazioni pubbliche di natura finanziaria e commerciale relative a RCS e Cairo. Non ci è stata fornita da parte del *management* RCS alcuna proiezione finanziaria che includesse le sinergie che potrebbero derivare dall'integrazione di RCS e Cairo successivamente al completamento dell'Offerta Cairo. Abbiamo esaminato le condizioni finanziarie dell'Offerta Cairo come presentate nel Documento di Offerta e integrate nel Comunicato Cairo relative, tra le altre cose, a: i prezzi di mercato (attuali e storici); i volumi di scambio delle Azioni Ordinarie RCS e delle Azioni ordinarie di Cairo; i risultati economici storici e prospettici e altre informazioni operative su RCS; i prezzi *target* per RCS e Cairo pubblicati dagli analisti di *equity research*; la capitalizzazione di mercato e la situazione finanziaria di RCS e Cairo. Sebbene un numero limitato di analisti di *equity research* fornisca informazioni riguardanti i risultati attesi o altre previsioni finanziarie e obiettivi per Cairo e, sebbene in data 17 giugno 2016, nel contesto dell'Offerta Cairo, Cairo abbia reso pubblicamente disponibile un documento intitolato "Company Overview and 2017-2018 Business Plan", contenente alcune limitate informazioni con riferimento al piano industriale 2017-2018 di Cairo e al piano di integrazione proposto con RCS, a causa della mancanza di alcuni dati necessari per condurre una rigorosa analisi dei flussi di cassa scontati ("DCF") e dell'impossibilità di condurre alcuna verifica sulle stime fornite da Cairo, la nostra valutazione di Cairo e delle Azioni Ordinarie Cairo si è necessariamente basata solamente su metodologie che non richiedano l'utilizzo di informazioni prospettiche. In particolare, non abbiamo e non avremmo potuto elaborare un'analisi basata sull'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici di Cairo. Abbiamo preso in considerazione, per quanto disponibili pubblicamente, i termini finanziari di alcune operazioni da noi considerate rilevanti ai fini della valutazione dell'Offerta Cairo e analizzato alcune informazioni finanziarie e di mercato ed altre informazioni pubblicamente disponibili relative alle attività di altre società che abbiamo ritenute rilevanti per la valutazione delle attività di RCS. In aggiunta a quanto citato sopra, abbiamo condotto altri tipi di valutazioni e analisi, e abbiamo considerato altre informazioni ed alcuni criteri finanziari, economici e di mercato che abbiamo ritenuto rilevanti per giungere al nostro parere. Il rilascio del nostro parere è stato autorizzato dal nostro comitato di *fairness opinion*.

Nel fornire il nostro parere, abbiamo fatto affidamento e considerato quale presupposto, senza

effettuare verifiche indipendenti, l'accuratezza e la completezza di tutte le informazioni, finanziarie e di altra natura, e dei dati pubblici disponibili o fornitici o comunque rivisti da o discussi con noi nonché la rassicurazione da parte della dirigenza di RCS di non essere a conoscenza dell'esistenza di informazioni rilevanti che siano state omesse o che non ci siano state rese note. Per quanto riguarda le proiezioni finanziarie e le altre informazioni e dati relativi a RCS che ci sono stati forniti o che sono stati rivisti o discussi con noi, siamo stati informati dalla dirigenza di RCS che tali proiezioni, altre informazioni e dati sono stati ragionevolmente preparati su basi che riflettono le migliori stime attualmente disponibili e i giudizi della dirigenza di RCS in riferimento alla futura *performance* finanziaria di RCS. Non ci assumiamo alcuna responsabilità su tali stime e proiezioni, né sulle informazioni in base alle quali sono state elaborate. Non forniamo alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, circa l'accuratezza o la completezza delle informazioni ivi contenute e nulla di quanto contenuto nel presente documento costituisce, né può essere considerato come una garanzia circa eventi passati, presenti o futuri.

Abbiamo assunto che l'Offerta Cairo sarà condotta in conformità ai termini del Documento di Offerta così come integrato nel Comunicato Cairo e dalle ulteriori comunicazioni di Cairo inerenti l'Offerta Cairo, senza che vi sia alcuna rinuncia, correzione o revisione significativa di alcuno dei predetti termini, e che, durante il processo volto ad ottenere le necessarie approvazioni, consensi e autorizzazioni da parte delle autorità regolamentari o di parti terze per l'Offerta Cairo, non vi sarà alcun ritardo, né verrà imposta alcuna limitazione, restrizione o condizione che possa avere un effetto negativo su RCS, Cairo o l'Offerta Cairo. Abbiamo inoltre assunto che i termini finali dell'Offerta Cairo non saranno sostanzialmente differenti da quelli contenuti nel Documento di Offerta, come integrato dal Comunicato Cairo, che abbiamo esaminato. Infine abbiamo assunto, con il vostro consenso, che l'Offerta Cairo, per quanto concerne il Corrispettivo in Azioni, sarà considerata, ai fini fiscali italiani, come fiscalmente neutrale. Abbiamo assunto che non vi siano significative passività latenti in Cairo per le quali non siano state stanziade adeguate riserve o altri accantonamenti. Non esprimiamo alcun giudizio su quale sarà il valore delle Azioni Ordinarie Cairo al momento dell'emissione sulla base dei termini previsti dall'Offerta Cairo, o sul prezzo al quale tali azioni saranno scambiate in qualunque momento sul mercato. Non abbiamo fatto, né ci sono state fornite valutazioni indipendenti o stime delle attività o passività (potenziali e non) di RCS o di Cairo, né abbiamo condotto alcuna ispezione fisica delle proprietà o dei beni di RCS o di Cairo. Non ci è stato chiesto di partecipare, e non abbiamo partecipato, alla negoziazione e/o alla strutturazione dell'Offerta Cairo, né dell'Offerta Alternativa. Non esprimiamo alcun giudizio su, e il nostro parere non riguarda né il relativo merito dell'Offerta Cairo rispetto ad altre strategie commerciali alternative che potrebbero esistere per RCS, né l'effetto di qualsiasi altra operazione che RCS potrebbe intraprendere o che potrebbe essere proposta ai possessori di Azioni Ordinarie RCS, inclusa l'Offerta Alternativa. Nulla di quanto contenuto nel presente parere può essere inteso o interpretato quale comparazione tra l'Offerta Cairo, l'Offerta Alternativa o altre offerte. Il nostro giudizio si basa necessariamente sulle informazioni a nostra disposizione, e sulle condizioni e circostanze, incluse quelle finanziarie e di mercato, esistenti alla data odierna. Rimane inteso che eventi successivi possono incidere sul parere e che, tuttavia, non ci assumiamo alcun obbligo di aggiornare, modificare o riconfermare tale parere. Il nostro parere è limitato alla congruità, da un punto di vista finanziario, del Corrispettivo dell'Offerta Cairo per i possessori di Azioni Ordinarie RCS (ad eccezione di Urbano Cairo, Cairo e le affiliate di Cairo).

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

In linea con i termini della nostra lettera di incarico, Citigroup Global Markets Limited ha agito come consulente finanziario di RCS in relazione all'Offerta Cairo e all'Offerta Alternativa e riceverà un compenso per tali servizi, una parte significativa del quale è subordinata al

raggiungimento da parte del Consiglio di Amministrazione di determinati obiettivi di sviluppo della società e di valore per gli azionisti. Riceveremo inoltre un compenso per la consegna del presente parere. La sottoscritta e le proprie consociate in passato hanno prestato, e attualmente prestano, alcuni servizi a RCS e Cairo e potrebbero in futuro prestare servizi a RCS, Cairo e alle loro rispettive affiliate, per i quali servizi la sottoscritta e le proprie consociate hanno ricevuto un compenso e potrebbero riceverlo in futuro. Nel corso della propria attività ordinaria, è possibile che la sottoscritta e le proprie consociate negozino attivamente o detengano titoli di RCS, Cairo e delle rispettive società affiliate, in conto proprio o per conto dei propri clienti e, di conseguenza, potrebbero in qualsiasi momento detenere una posizione lunga o corta su tali titoli. Inoltre, la sottoscritta e le proprie consociate (tra cui Citigroup Inc. e le sue affiliate) potrebbero continuare ad intrattenere rapporti con RCS, Cairo e le rispettive società affiliate.

I nostri servizi di consulenza e il parere espresso nel presente documento sono forniti a beneficio del Consiglio di Amministrazione di RCS per la sua valutazione dell'Offerta Cairo, e il nostro parere non costituisce, né deve essere inteso quale raccomandazione ad alcun azionista in merito a come lo stesso dovrebbe agire sulle materie relative all'Offerta Cairo.

Fermo quanto sopra e sulla base dello stesso, nonché della nostra esperienza di *investment bankers*, del nostro lavoro come sopra descritto e degli altri fattori che abbiamo ritenuto rilevanti, siamo del parere che, alla data odierna, il Corrispettivo sia congruo, da un punto di vista finanziario, per i titolari di Azioni Ordinarie RCS (diversi da Urbano Cairo, Cairo e dalle affiliate di Cairo).

Cordiali saluti,

CITIGROUP GLOBAL MARKETS LIMITED

## Appendice A

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

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

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

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

Nella preparazione del Parere per la valutazione di RCS, abbiamo svolto, tra l'altro, un'analisi dei flussi di cassa scontati (*discounted cash flows*, "DCF"), nonché abbiamo analizzato i prezzi *target* delle Azioni Ordinarie RCS pubblicati dagli analisti di *equity research* ritenuti rilevanti, i prezzi storici delle Azioni Ordinarie RCS, i premi riconosciuti in precedenti offerte pubbliche d'acquisto promosse in Italia, analizzando altresì alcune selezionate operazioni precedentemente effettuate nei settori dei media e dell'editoria.

Per quanto concerne, invece, la valutazione di Cairo, per la preparazione del Parere abbiamo analizzato i prezzi *target* ritenuti rilevanti delle Azioni Ordinarie Cairo pubblicati dagli analisti di *equity research* e i prezzi storici delle Azioni Ordinarie Cairo. Cairo ha pubblicato in data 17 giugno 2016 un numero limitato di proiezioni finanziarie per gli anni 2017 e 2018 ma tali proiezioni non sono state di per se sufficienti per condurre un'analisi DCF. Si fa presente, inoltre, che una valutazione delle Azioni Ordinarie Cairo basata sulle informazioni pubblicamente disponibili è influenzata dalla limitata copertura del titolo Cairo da parte degli analisti di *equity research* (nonostante tre analisti coprano Cairo, abbiamo avuto accesso a solo due analisti che forniscono stime finanziarie sulle

performance future di Cairo alla data del 7 aprile 2016) e dai limitati volumi di scambio che caratterizzano le Azioni Ordinarie Cairo.

Sebbene abbiamo condotto un'analisi di società selezionate (analisi volta a determinare il valore implicito della società tramite l'analisi della valorizzazione e dei multipli di mercato di società quotate comparabili) non abbiamo ritenuto rilevante tale metodologia ai fini della determinazione della congruità del rapporto di concambio. In particolare, poiché sia RCS che Cairo sono entità quotate, abbiamo ritenuto maggiormente rilevante l'andamento di mercato corrente e passato dei titoli oltre ai prezzi *target* degli analisti di *equity research*.

Abbiamo considerato il valore implicito dell'Azione Ordinaria RCS sulla base del valore dell'Azione Ordinaria Cairo (ottenuto dall'applicazione di ciascuna metodologia valutativa) moltiplicato per il Corrispettivo in Azioni e aggiungendo il Corrispettivo in Contanti (il "**Valore Implicito dell'Azione Ordinaria RCS**"). Il Valore Implicito dell'Azione Ordinaria RCS è stato confrontato con il valore relativo dell'Azione Ordinaria RCS ottenuto dall'applicazione di ciascuna metodologia valutativa, secondo quanto ritenuto appropriato, al fine di valutare la congruità del Corrispettivo, da un punto di vista finanziario, per i titolari di Azioni Ordinarie RCS (diversi da Urbano Cairo, Cairo e dalle affiliate di Cairo).

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

Abbiamo effettuato un'analisi dei prezzi *target* degli analisti di *equity research*, analisi volta alla stima del prezzo delle azioni di una società tramite i prezzi *target* di selezionati analisti di *equity research*. Abbiamo analizzato, nei limiti di quanto pubblicamente disponibile, i prezzi *target* delle Azioni Ordinarie RCS di sei selezionati analisti di *equity research* pubblicati prima dell'annuncio di Cairo della propria intenzione di promuovere un'offerta pubblica volontaria di scambio su RCS (8 Aprile 2016, la data dell' "Annuncio"), presentati nella tabella seguente (in ordine di data):

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

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

Abbiamo inoltre analizzato, nei limiti di quanto pubblicamente disponibile, i prezzi *target* delle Azioni Ordinarie Cairo di tre selezionati analisti di *equity research* pubblicati prima dell'Annuncio, presentati nella tabella seguente (in ordine di data):

<b>Data</b>	<b>Broker</b>	<b>Prezzo Target</b>
21-Mar-2016	Mediobanca	€5,67
17-Mar-2016	Kepler Cheuvreux	€5,40
9-Mar-2016	Equita SIM	€4,90

Questa analisi indica un intervallo di riferimento del valore per azione ordinaria di Cairo tra €4,90 e €5,67 (prezzo *target* minimo e massimo degli analisti di *equity research* selezionati), con una mediana di €5,40 e una media di €5,32.

Il Valore Implicito dell’Azione Ordinaria RCS derivante dall’applicazione della metodologia dei prezzi *target* degli analisti di *equity research* indica un valore dell’Azione Ordinaria RCS di €1,13 e €1,27 (sulla base, rispettivamente, del prezzo *target* minimo e massimo delle Azioni Ordinarie Cairo fornito dai selezionati analisti di *equity research*).

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

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

I corrispondenti VWAP per le Azioni Ordinarie Cairo, aggiustati per il dividendo di €0,20 per azione pagato in data 9 Maggio 2016 sono €4,41, €4,34, €3,97, €4,10, €4,43 rispettivamente a un giorno, un mese, tre mesi, sei mesi e dodici mesi prima della data dell’Annuncio.

Il Valore Implicito dell’Azione Ordinaria RCS derivante dall’applicazione della metodologia dei prezzi storici (aggiustato in base ai premi riconosciuti in precedenti offerte pubbliche d’acquisto promosse in Italia) indica un valore dell’Azione Ordinaria RCS pari a €1,04, €1,03, €0,97, €0,99 e €1,05 rispettivamente a un giorno, un mese, tre mesi, sei mesi e dodici mesi.

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

Come menzionato in precedenza, abbiamo effettuato un’analisi basata sui flussi di cassa attualizzati (“DCF”) solo per RCS. L’analisi DCF è un’analisi finalizzata alla stima del valore implicito di una società ottenuto calcolando il valore attuale dei flussi di cassa operativi futuri stimati della società stessa durante il periodo di proiezione e del valore terminale della società al termine del medesimo periodo di proiezione.

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

Per la determinazione del costo medio ponderato del capitale (“*weighted average cost of capital*” o “WACC”) per RCS, Citi ha preso in considerazione valori che includono ed escludono l’utilizzo di un premio per il rischio in relazione alla dimensione della società (“*small cap risk premium*” o “SCRIP”). Lo SCRIP è considerato da taluni valutatori significativo da un punto di vista statistico per quelle società la cui capitalizzazione di borsa risulta di minore entità rispetto a quella delle società comprese

nell'ultimo decile su scala globale. Per RCS, abbiamo utilizzato uno SCRP del 2,69% sulla base delle stime contenute nel *2015 Duff & Phelps Valuation Handbook*.

Sulla base della nostra esperienza e del nostro giudizio professionale, abbiamo quindi calcolato il valore terminale delle attività italiane e spagnole di RCS sulla base di tassi di crescita perpetua che vanno da -0,5% a 0,5% e da -0,5% a 0,5%, rispettivamente, e successivamente attualizzato alla data del 31 Marzo 2016 i flussi di cassa operativi al netto delle imposte e la stima del valore terminale implicito utilizzando tassi di sconto che vanno dal 9,3% al 10,3% (da 7,4% a 8,4% escludendo lo SCRP) per le attività italiane e dal 9,3% al 10,3% (da 7,3% a 8,3% escludendo lo SCRP) per le attività spagnole, che riflettono una stima del costo medio ponderato del capitale dei suddetti due *business* di RCS.

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

L'analisi DCF ha determinato un valore per Azione Ordinaria RCS pari a €0,82 e €1,12 (con lo SCRP) e €1,15 e €1,62 (senza SCRP). Poiché non è stato possibile condurre un'analisi DCF su Cairo, abbiamo ricavato il Valore Implicito dell'Azione Ordinaria RCS utilizzando il prezzo dell'Azione Ordinaria Cairo (all'8 luglio 2016) e il prezzo *target* minimo e massimo degli analisti di *equity research* di Cairo al giorno antecedente l'Annuncio (€4,38 e €4,90 / €5,67). Il Valore Implicito dell'Azione Ordinaria RCS derivante (a) dal prezzo dell'Azione Ordinaria Cairo ha determinato un valore per Azione Ordinaria RCS di €1,04 e (b) dalla metodologia dei prezzi *target* ha determinato un valore per Azione Ordinaria RCS di €1,13 e €1,27.

### **Analisi delle Operazioni Selezionate RCS**

Abbiamo effettuato un'analisi di alcune operazioni selezionate, analisi finalizzata a stimare il valore implicito di una società attraverso l'analisi dei multipli pagati in acquisizioni di società quotate simili. Abbiamo esaminato, per quanto pubblicamente disponibili, informazioni finanziarie per 6 operazioni selezionate precedenti nei settori dell'editoria e della pubblicità annunciate tra il 2011 e il 2015 (le "Operazioni Selezionate RCS"). Le Operazioni Selezionate RCS sono esposte nella seguente tabella (in ordine di data):

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

Per ciascuna delle Operazioni Selezionate RCS, Citi ha considerato l'*enterprise value* delle Operazioni Selezionate RCS, calcolato come il prezzo d'acquisto pagato per l'*equity* delle società *target* più il debito, al netto della cassa e di mezzi equivalenti e di altri aggiustamenti espresso come multipli, per quanto pubblicamente disponibili, dell'EBITDA dei dodici mesi ("LTM") precedenti l'annuncio dell'operazione in questione, oppure ad un'altra data rilevante di misurazione. I multipli osservati dell'*enterprise value* sull'EBITDA LTM per le Operazioni Selezionate RCS variavano da un minimo di 3,0x ad un massimo di 16,9x (con una mediana di 8,5x e una media di 9,3x). Sulla base del nostro giudizio professionale e della nostra esperienza, e prendendo in considerazione i multipli osservati delle Operazioni Selezionate RCS, abbiamo poi applicato all'EBITDA LTM di RCS alla data del 31 Marzo 2016 un intervallo di multipli dell'*enterprise value* sull'EBITDA LTM compreso

fra 8,5x e 9,3x. I dati finanziari di RCS sono basati su informazioni finanziarie pubblicamente disponibili e previsioni che ci sono state fornite dalla dirigenza di RCS, come descritto sopra. Questa analisi ha indicato un valore implicito per azione ordinaria compreso tra €0,95 e €1,09. Il Valore Implicito dell'Azione Ordinaria RCS è stato calcolato utilizzando il prezzo dell'Azione Ordinaria Cairo (all'8 luglio 2016) e il prezzo *target* minimo e massimo degli analisti di *equity research* di Cairo al giorno antecedente l'Annuncio (€4,38 e €4,90 / €5,67). Il Valore Implicito dell'Azione Ordinaria RCS derivante (a) dal prezzo dell'Azione Ordinaria Cairo ha determinato un valore per Azione Ordinaria RCS di €1,04 e (b) dalla metodologia dei prezzi *target* ha determinato un valore per Azione Ordinaria RCS di €1,13 e €1,27.

### Sintesi dei risultati

Di seguito una tabella riassuntiva dei risultati delle nostre analisi sulla base delle diverse metodologie adottate:

Metodologia	Valore per Azione Ordinaria RCS		Valore per Azione Ordinaria Cairo			Valore Implicito dell'Azione Ordinaria RCS		
	Min (€)	Max (€)	Prezzo all'8 luglio 2016 (€)	Prezzi Target all'Annuncio		vs. Cairo Prezzo Corrente (€)	vs. Cairo Target Price	
				Min (€)	Max (€)		Min (€)	Max (€)
SOTP DCF (SCRIP 2,7%)	0,82	1,12	4,38	4,90	5,67	1,04	1,13	1,27
SOTP DCF (no SCRIP)	1,15	1,62	4,38	4,90	5,67	1,04	1,13	1,27
Prezzi target degli analisti di <i>equity research</i>	0,70	0,96	n.m.	4,90	5,67	n.m.	1,13	1,27
Prezzi azionari storici aggiustati								
<i>VWAP 1G</i>	0,52			4,41		1,04		
<i>VWAP 1M</i>	0,62			4,34		1,03		
<i>VWAP 3M</i>	0,73			3,97		0,97		
<i>VWAP 6M</i>	0,79			4,10		0,99		
<i>VWAP 12M</i>	1,03			4,43		1,05		
Operazioni selezionate	0,95	1,09	4,38	4,90	5,67	1,04	1,13	1,27

Fine Comunicato n.0145-62

Numero di Pagine: 20