



PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE
di Poligrafici Editoriale S.p.A. in Monrif S.p.A.

Relazione della società di revisione
sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi
dell'art. 2501 sexies del Codice Civile

Relazione della società di revisione sul Rapporto di Cambio delle azioni ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile

Agli Azionisti di
Monrif S.p.A.
Poligrafici Editoriale S.p.A.

1. Motivo, oggetto e natura dell'incarico

Nel quadro della prospettata fusione per incorporazione (la "Fusione") di Poligrafici Editoriale S.p.A. ("Poligrafici" o l'"Incorporanda") in Monrif S.p.A. ("Monrif" o l'"Incorporante" e, congiuntamente con Poligrafici, le "Società Partecipanti alla Fusione" o le "Società"), in data 9 agosto 2019 siamo stati nominati dal Tribunale di Bologna, su istanza congiunta presentata dalle Società Partecipanti alla Fusione in data 6 agosto 2019, quale esperto comune per la redazione della relazione (la "Relazione") sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni dell'Incorporante con le azioni dell'Incorporanda (il "Rapporto di Cambio"), ai sensi dell'art. 2501 sexies del Codice Civile.

A tal fine abbiamo ricevuto da Monrif e da Poligrafici il progetto di fusione per incorporazione di Poligrafici in Monrif (il "Progetto di Fusione") approvato dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione in data 12 settembre 2019, corredato da apposite relazioni degli Amministratori, approvate il 12 settembre 2019 e datate 13 settembre 2019, che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501 quinquies del Codice Civile, il Rapporto di Cambio (le "Relazioni degli Amministratori"), nonché le situazioni patrimoniali di Monrif e Poligrafici al 30 giugno 2019, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione il 12 settembre 2019, che costituiscono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501 quater del Codice Civile.

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee Straordinarie degli Azionisti di Monrif e di Poligrafici (le "Assemblee Straordinarie"), che sono state convocate in unica convocazione per il giorno 17 ottobre 2019.

Al fine di fornire agli Azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente Relazione indica i metodi seguiti dai Consigli di Amministrazione per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione incontrate dagli stessi; essa contiene inoltre la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dai Consigli di Amministrazione delle Società a ciascuno di essi, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori non abbiamo effettuato una valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione. Tali valutazioni sono state svolte dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione e dai consulenti da essi incaricati.

Al fine della predisposizione delle valutazioni volte alla determinazione del Rapporto di Cambio, i Consigli di Amministrazione di Monrif e Poligrafici si sono avvalsi della consulenza e del parere, rispettivamente, dell'advisor finanziario Long Term Partners S.r.l. ("Long Term Partners") e dell'advisor finanziario Eidos Partners S.r.l. ("Eidos Partners", ed insieme a Long Term Partners, gli "Advisor Finanziari"), ciascuno dei quali ha rilasciato, rispettivamente in data 9 settembre 2019 e 6 settembre 2019, il proprio parere sulla congruità, dal punto di vista finanziario, del Rapporto di Cambio.

Le procedure descritte nella presente Relazione sono state da noi effettuate al solo scopo di esprimere un giudizio sui metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione delle due Società per determinare il Rapporto di Cambio e pertanto:

- ▶ non hanno alcuna validità per finalità diverse;
- ▶ non costituiscono in alcun modo una valutazione di merito sulla opportunità dell'operazione di Fusione, né sulle motivazioni della stessa espresse nelle Relazioni degli Amministratori.

2. Sintesi dell'operazione

In data 12 settembre 2019 i Consigli di Amministrazione delle Società hanno approvato il Progetto di Fusione.

Come meglio precisato nelle Relazioni degli Amministratori, Monrif controlla Poligrafici con una quota del capitale sociale pari al 62,017% (64,797% del capitale votante escludendo le azioni proprie possedute da Poligrafici). Alla data della presente Relazione, Poligrafici detiene n. 5.663.920 azioni proprie, pari al 4,291% del capitale sociale ed è inoltre titolare di n. 2.668.880 azioni Monrif, pari al 1,779% del capitale sociale.

Come indicato nelle Relazioni degli Amministratori, la Fusione è stata da questi considerata significativa ai sensi dell'articolo 70 del Regolamento Emittenti, in quanto risulta superata la soglia del 25% dei parametri di significatività, rilevati sulla base della relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2019.

Come indicato nelle Relazioni degli Amministratori, la Fusione costituisce un'operazione tra parti correlate ai sensi e per gli effetti del Regolamento per le Operazioni con Parti Correlate adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 (il "Regolamento OPC") e della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate di Monrif e di Poligrafici (la "Procedura OPC").

Tuttavia, per quanto riguarda Monrif, l'operazione di Fusione, pur essendo effettuata con una parte correlata, è esente dall'applicazione dell'apposita Procedura OPC (adottata in conformità con il Regolamento OPC), in quanto si tratta di un'operazione realizzata con una società controllata in cui non sussistono interessi significativi di altre parti correlate (ai sensi dell'art. 14, comma secondo, del Regolamento OPC e dell'art. 3, della Procedura OPC di Monrif). In considerazione di quanto precede, per l'approvazione del Progetto di Fusione gli Amministratori di Monrif non hanno richiesto l'intervento del comitato per le operazioni con parti correlate di Monrif.

Poligrafici è soggetta al controllo di diritto, ex art. 2359, comma primo, n. 1, del Codice Civile e dell'art. 93 del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (il "TUF") di Monrif e, conseguentemente, ai sensi del Regolamento OPC e della Procedura OPC di Poligrafici, la Fusione costituisce per Poligrafici un'operazione di maggiore rilevanza con una parte correlata.

Inoltre, il Presidente di Poligrafici, Andrea Riffeser Monti, nonché i consiglieri Adriana Carabellese, Giorgio Cefis, Matteo Riffeser Monti, Sara Riffeser Monti, Stefania Pellizzari sono anche componenti del Consiglio di Amministrazione della controllante Monrif.

Il Consiglio di Amministrazione di Poligrafici ha approvato il Progetto di Fusione previo motivato parere favorevole sull'interesse sociale al compimento della Fusione, nonché sulla convenienza economica e correttezza, anche sostanziale, delle condizioni della Fusione, del comitato composto da consiglieri indipendenti non correlati e dal Presidente del Collegio Sindacale di Poligrafici (il "Comitato OPC Poligrafici"), in applicazione del regime in materia di presidi equivalenti ai sensi dell'art. 2.4.1 del Regolamento OPC. Il Comitato OPC Poligrafici è stato coinvolto nella fase delle trattative e dell'istruttoria della Fusione e, in data 12 settembre 2019, ha riconosciuto la sussistenza di un interesse sociale per l'Incorporanda al compimento della Fusione, nonché la convenienza economica e correttezza, anche sostanziale, delle condizioni della Fusione. Nello svolgimento dei propri lavori, il Comitato OPC Poligrafici è stato coadiuvato dall'advisor finanziario indipendente Prof.

Maurizio Dallochio (socio di D.G.P.A. & Co. S.r.l.), che ha rilasciato la sua Fairness Opinion in data 11 settembre 2019.

Per maggiori informazioni, gli Amministratori di Poligrafici e di Monrif rinviando al rispettivo documento informativo predisposto ai sensi dell'articolo 70, comma sesto, e in conformità all'Allegato 3B del Regolamento Emittenti, e, relativamente a Poligrafici, dell'articolo 5, commi primo e sesto, del Regolamento OPC.

Gli Amministratori segnalano inoltre che il perfezionamento della Fusione è sospensivamente condizionato all'avveramento delle seguenti condizioni entro il 30 giugno 2020 (le "Condizioni Sospensive"):

- (i) l'esercizio del diritto di recesso da parte degli azionisti di Poligrafici per un numero di azioni che comporti un valore complessivo di liquidazione inferiore o pari a Euro 1.500.000 (un milione cinquecentomila);
- (ii) l'integrale collocamento delle azioni dei recedenti ai sensi dell'art. 2347 quater, commi 1, 2, 3 e 4 del Codice Civile entro la data di efficacia della Fusione;
- (iii) il rilascio da parte degli istituti finanziari con i quali le Società Partecipanti alla Fusione hanno in essere dei contratti di finanziamento dell'espressa preventiva autorizzazione alla Fusione;
- (iv) l'inesistenza o l'assenza, entro la data di stipula dell'atto di Fusione, di uno o più eventi o circostanze che producano o possano produrre un effetto negativo rilevante sulle attività, sui rapporti giuridici, sulle passività o sui risultati gestionali delle Società Partecipanti alla Fusione, o comunque tale da alterare il profilo di rischio o le valutazioni poste a base della determinazione del Rapporto di Cambio.

In caso di mancato avveramento delle Condizioni Sospensive, i Consigli di Amministrazione di Monrif e Poligrafici convocheranno le rispettive assemblee per deliberare in merito alla revoca della delibera assembleare di approvazione del Progetto di Fusione e le delibere a esso connesse.

Gli Amministratori segnalano infine che il perfezionamento della Fusione e l'avvio delle negoziazioni delle nuove azioni rivenienti dalla Fusione potrà avvenire previa pubblicazione del documento di esenzione ai sensi dell'art. 57, comma primo, del Regolamento Emittenti, anche all'esito - ove richiesto dalla normativa pro tempore vigente - del rilascio del giudizio di equivalenza o di analogo provvedimento da parte dell'Autorità di Vigilanza. Gli Amministratori evidenziano che il contenuto del documento di esenzione è in corso di definizione da parte della Commissione Europea.

Come indicato nelle Relazioni degli Amministratori, la Fusione tra Monrif e Poligrafici è finalizzata a realizzare i seguenti principali obiettivi:

- (i) agevolare il perseguimento di una strategia di business adeguata e resiliente rispetto al momento storico di difficoltà che vive il business editoriale;
- (ii) creare una società risultante dalla Fusione con una dimensione del flottante superiore, sia in termini di percentuali di capitale sia in valore assoluto, con la conseguente maggiore facilità di negoziazione delle azioni e appetibilità delle stesse per gli investitori;
- (iii) ridurre i costi operativi legati al mantenimento di due società quotate e semplificare la struttura partecipativa e l'assetto di governo societario, anche accorciando la catena di controllo, con conseguente creazione di sinergie a vantaggio di tutti gli azionisti ed eliminazione di potenziali conflitti di interesse.

In particolare, a livello strategico, gli Amministratori evidenziano che la società risultante dalla Fusione rimarrà concentrata sull'attività editoriale, accorpendo però in un'unica entità legale gli asset coinvolti. Di conseguenza, la società risultante dalla Fusione si troverà a controllare più società in cui verranno concentrate le varie linee di business (alberghiera, editoriale, raccolta pubblicitaria, stampa, immobiliare). A tal fine, è previsto che nel contesto della Fusione, il ramo d'azienda editoriale venga

conferito nella società (interamente controllata) Superprint Editoriale S.r.l.. Tale operazione potrà consentire, per l'attività editoriale in senso stretto, la costituzione di alleanze o partnership con altri editori.

3. Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto direttamente da Monrif e Poligrafici i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la documentazione ricevuta, ed in particolare:

- a) il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione che verranno presentati alle rispettive Assemblee Straordinarie, che propongono il seguente Rapporto di Cambio:

- ▶ n. 1,27 azioni ordinarie di Monrif di nuova emissione del valore nominale di Euro 0,52 per ogni n. 1 azione ordinaria di Poligrafici.

Non sono previsti aggiustamenti del Rapporto di Cambio, né conguagli in denaro.

Tale Rapporto di Cambio è stato determinato dai Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione avvalendosi anche dei pareri degli Advisor Finanziari, di cui ai successivi punti b) e c). Le Relazioni degli Amministratori espongono i metodi di valutazione adottati, le ragioni della loro scelta, i valori risultanti dalla loro applicazione e le considerazioni formulate al riguardo;

- b) il parere denominato "Project Allin 1 – Executive Summary – Presentazione al Consiglio di Amministrazione di Monrif S.p.A." datato 9 settembre 2019 emesso da Long Term Partners a favore di Monrif;
- c) il parere denominato "Fusione di Poligrafici in Monrif – Valutazione del Rapporto di Cambio" datato 6 settembre 2019 emesso da Eidos Partners a favore di Poligrafici;
- d) il parere vincolante del Comitato OPC Poligrafici ai sensi dell'art.8 del Regolamento OPC e dell'art. 2.4.1. della Procedura OPC di Poligrafici, datato 12 settembre 2019, inclusa l'allegata Fairness Opinion emessa dall'advisor finanziario Prof. Maurizio Dallochio (socio di D.G.P.A. & Co. S.r.l.) in data 11 settembre 2019;
- e) il bilancio di esercizio di Monrif e il bilancio consolidato del Gruppo Monrif al 31 dicembre 2018 predisposti in conformità agli International Financial Reporting Standards adottati dall'Unione Europea ("IFRS") e assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A., le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 2 aprile 2019;
- f) il bilancio di esercizio di Poligrafici e il bilancio consolidato del Gruppo Poligrafici al 31 dicembre 2018 predisposti in conformità agli IFRS e assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A., le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 2 aprile 2019;
- g) il bilancio di esercizio di Poligrafici Printing S.p.A. e il bilancio consolidato del Gruppo Poligrafici Printing al 31 dicembre 2018 predisposti in conformità agli IFRS e assoggettati a revisione legale da parte della società di revisione Deloitte & Touche S.p.A., le cui relazioni di revisione sono state emesse in data 2 aprile 2019;
- h) il bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2019 del Gruppo Monrif predisposto in conformità al principio contabile internazionale applicabile alla informativa finanziaria infrannuale (IAS 34) e da noi assoggettato a revisione contabile limitata;
- i) il bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2019 del Gruppo Poligrafici predisposto in conformità allo IAS 34 e da noi assoggettato a revisione contabile limitata;

- j) la relazione semestrale sulla gestione al 30 giugno 2019 del Gruppo Poligrafici Printing, non assoggettata a revisione contabile completa o limitata;
- k) le situazioni patrimoniali di riferimento di Monrif e Poligrafici al 30 giugno 2019, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione il 12 settembre 2019, che costituiscono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501 quater del Codice Civile, non assoggettate a procedure di revisione;
- l) dettagli relativi ai rapporti intercompany tra le società del Gruppo Monrif e Poligrafici per i periodi dal 2018 al 2019;
- m) il business plan 2019 - 2023 del Gruppo Poligrafici (il "Business Plan Poligrafici"), redatto dagli Amministratori di Poligrafici e approvato dal relativo Consiglio di Amministrazione in data 14 marzo 2019;
- n) i dati prospettici per i periodi dal 2019 al 2023 di Monrif stand-alone e della società controllata E.G.A. Emiliana Grandi Alberghi S.r.l., redatti dagli Amministratori di Monrif;
- o) i dati prospettici per i periodi dal 2019 al 2023 di Poligrafici Printing S.p.A., di Centro Stampa Poligrafici S.r.l. e di Monrif Net S.r.l., redatti dai relativi Amministratori;
- p) il documento "Poligrafici Editoriale - Final Report Independent Business Review" predisposto da Deloitte Financial Advisory S.r.l. ("IBR Deloitte") a valere sul Business Plan Poligrafici, rilasciato in data 28 giugno 2019;
- q) la perizia di valutazione professionale degli attivi di Monrif rappresentati dalla proprietà con destinazione alberghiera sita in Assago (MI), Via Giuseppe di Vittorio 4 denominata "Royal Garden Hotel", redatta da Duff & Phelps REAG S.p.A. e datata 23 gennaio 2019;
- r) la perizia di valutazione professionale degli attivi di Monrif rappresentati dal terreno con destinazione di parcheggio sito in Bologna (BO), Via Mattei 106, redatta da Duff & Phelps REAG S.p.A. e riferita al 31 dicembre 2016;
- s) le perizie di valutazione professionale degli attivi di Poligrafici rappresentati da: i) locali ad uso deposito siti in Bologna (BO), Via Montebello 7/3, ii) uffici siti in Ravenna (RA), Via Salara 42, iii) unità immobiliari sia residenziali che terziarie site in Bologna (BO), Via Barberia 13 denominati "Palazzo storico Belloni", iv) un terreno agricolo edificabile sito in Bologna (BO), Via Mattei 106, e v) un terreno agricolo sito in Borgo Panigale (BO), Via Marco Emilio Lepido, redatte da Duff & Phelps REAG S.p.A. e riferite al 31 dicembre 2016;
- t) il Documento informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate redatto da Monrif ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e s.m.i.;
- u) il Documento Informativo relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate redatto da Poligrafici ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 e s.m.i.;
- v) gli statuti vigenti delle Società Partecipanti alla Fusione e lo statuto della società risultante dalla Fusione;
- w) i verbali dei Consigli di Amministrazione e delle Assemblee delle Società Partecipanti alla Fusione;
- x) i comunicati stampa emessi dalle Società Partecipanti alla Fusione in relazione alla Fusione;
- y) informazioni pubbliche ed informazioni finanziarie di mercato, quali dati economico-finanziari, prezzi di borsa, andamento delle quotazioni di borsa e volumi di scambio dei titoli Monrif, Poligrafici, e delle società quotate operanti in settori comparabili;

- z) le informazioni contabili, extracontabili e gestionali ritenute utili per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

Abbiamo infine ottenuto attestazioni che, per quanto a conoscenza dei Consigli di Amministrazione di Monrif e Poligrafici, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4. Metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione per la determinazione del Rapporto di Cambio

Come riportato nelle Relazioni degli Amministratori, il Rapporto di Cambio è stato definito dai Consigli di Amministrazione di Monrif e di Poligrafici all'esito di una valutazione delle Società Partecipanti della Fusione, effettuata adottando i metodi di valutazione utilizzati dalla prassi, anche internazionale, per operazioni similari, per società operanti nel medesimo settore delle Società Partecipanti alla Fusione e idonei alle caratteristiche dell'Incorporante e dell'Incorporanda. Al fine di supportare le proprie valutazioni, il Consiglio di Amministrazione di Monrif si è avvalso del parere dell'advisor finanziario Long Term Partners ed il Consiglio di Amministrazione di Poligrafici si è avvalso del parere dell'advisor finanziario Eidos Partners. I Consigli di Amministrazione sono giunti alla definizione del Rapporto di Cambio dopo aver esaminato le valutazioni del proprio advisor finanziario, condividendone metodo, assunzioni e considerazioni. In linea con la migliore prassi di mercato applicata in operazioni similari, le valutazioni sono state innanzitutto effettuate in ipotesi di continuità gestionale delle Società Partecipanti alla Fusione. Le analisi valutative, inoltre, sono state effettuate considerando le Società Partecipanti alla Fusione come entità disgiunte ossia in ottica c.d. "stand alone", non tenendo conto delle sinergie derivanti dalla Fusione. Le valutazioni, infine, sono riferite alle informazioni e alle condizioni di mercato conosciute e misurabili alla data di effettuazione delle stesse.

4.1. Scelta dei metodi e criteri di valutazione

Come indicato nelle Relazioni degli Amministratori, in relazione alla selezione delle metodologie da applicare ai fini dello svolgimento delle valutazioni richieste, in linea con quanto emerge dalla prassi nazionale ed internazionale e quanto indicato dalla dottrina, i Consigli di Amministrazione hanno tenuto in considerazione i seguenti elementi e circostanze:

- nella fusione tra società, l'obiettivo della valutazione è la determinazione dei valori relativi dei capitali economici e del conseguente rapporto di cambio. Lo scopo principale della valutazione, quindi, è rappresentato dall'ottenimento di valori relativi raffrontabili ai fini del rapporto di cambio più che dalla stima di valori assoluti del capitale economico delle Società Partecipanti alla Fusione. Le Società Partecipanti alla Fusione nell'operazione pertanto devono essere valutate con criteri omogenei al fine di rendere confrontabili i risultati delle valutazioni redatte. Inoltre, sempre in relazione a operazioni di fusione, la prassi e la dottrina evidenziano come opportuna l'adozione di una pluralità di metodi di stima (come metodologia principale e/o come metodi di controllo della metodologia principale assunta);
- la circostanza che le due Società Partecipanti alla Fusione coinvolte hanno uno status operativo differente, ossia da un lato Poligrafici è una società operativa, che svolge la sua attività nel settore editoriale in Italia anche tramite controllate, non tutte possedute al 100%, dall'altro Monrif è una holding di partecipazioni che, oltre a detenere il controllo di Poligrafici, gestisce una attività alberghiera (tramite la partecipazione in EGA, società controllata al 100%), e detiene altre partecipazioni e un patrimonio immobiliare;
- il fatto che entrambe le Società Partecipanti alla Fusione sono quotate sul Mercato Telematico Azionario e, quindi, il valore delle Società Partecipanti alla Fusione, determinato

dagli scambi sul mercato, è desumibile dall'andamento dei prezzi di riferimento considerati in relazione a diversi intervalli temporali;

- infine, l'evidenza che Poligrafici agisce in un settore di riferimento, ossia il settore editoriale domestico, in evoluzione e che mostra dinamiche che rendono le proiezioni future (o meglio la realizzazione delle medesime) più incerte di altri settori industriali.

Sulla base di tali elementi, la scelta dei Consigli di Amministrazione per la determinazione del valore del capitale economico di Monrif e Poligrafici ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, in relazione alle metodologie valutative da adottare, è stata quella di adottare come metodologia valutativa principale quella dei Prezzi di Mercato riferibili alle Società Partecipanti alla Fusione, sottoponendo poi i valori derivanti da tale metodologia principale a una verifica di coerenza applicando una metodologia di controllo, quella dei c.d. Multipli di Mercato nella loro configurazione c.d. Trading, ovvero i multipli realizzati da società quotate comparabili.

4.2. Descrizione delle metodologie utilizzate

Come descritto nelle Relazioni degli Amministratori, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione – anche avvalendosi di appositi report redatti dai rispettivi Advisor Finanziari – sono pervenuti alla determinazione del Rapporto di Cambio a seguito di una stima dei valori dei capitali economici relativi di Monrif e Poligrafici, calcolati mediante l'applicazione di criteri di valutazione omogenei scelti tra quelli comunemente utilizzati per operazioni di questa natura.

4.2.1. Descrizione delle metodologie utilizzate dal Consiglio di Amministrazione di Monrif

4.2.1.1 Metodologia dei Prezzi di Mercato (Metodologia Principale)

Gli Amministratori di Monrif illustrano che questo metodo assume che il valore delle Società Partecipanti alla Fusione sia desumibile dall'andamento dei prezzi di riferimento considerati in relazione a diversi intervalli temporali, quindi la metodologia dei Prezzi di Mercato esprime il valore delle società oggetto di valutazione sulla base della capitalizzazione espressa dai prezzi dei titoli negoziati su mercati regolamentati. I limiti di tale metodologia consistono da un lato nella presenza di una liquidità limitata per i titoli oggetto della valutazione, e dall'altro nella volatilità dei mercati determinata anche da eventi non strettamente connessi a Poligrafici e Monrif, che può influenzare temporaneamente l'andamento dei prezzi di mercato delle Società valutate, limitandone la significatività ai fini valutativi. Tale problematica viene generalmente affrontata prendendo in considerazione prezzi su periodi temporali sufficientemente estesi da permettere di mitigare l'effetto della volatilità sui valori espressi dalla metodologia, di conseguenza:

- sono stati assunti i prezzi di chiusura sul mercato azionario dalle azioni di Monrif e Poligrafici (ex dividendo) come elemento numerico di riferimento, alla data del 6 settembre 2019;
- è stato preso come intervallo temporale di riferimento, tornando indietro nel tempo dalla data di riferimento del 6 settembre 2019, un periodo compreso tra 1 mese e 6 mesi. In questo senso, gli Amministratori evidenziano che nella prassi, come nell'impianto normativo vigente, si riporta un notevole utilizzo di intervalli temporali semestrali anche in quanto tale orizzonte temporale rappresenta una giusta ponderazione tra l'esigenza di avere dati attuali e la necessità di compensare evoluzioni di mercato non strettamente collegate alle Società oggetto di valutazione;
- sono stati utilizzati i prezzi rilevati negli intervalli selezionati ponderati per i volumi scambiati. Tale scelta è volta a fornire valori maggiormente significativi rispetto alle medie semplici.

4.2.1.2 Metodologia dei Multipli di Mercato (Metodologia di Controllo)

Gli Amministratori di Monrif evidenziano che i valori derivanti dalla metodologia principale sono stati sottoposti a una verifica di congruità utilizzando la metodologia di controllo dei c.d. Multipli di Mercato nella sua configurazione c.d. Trading, ovvero:

- (a) settore editoriale: per determinare i multipli di mercato, ai fini della valutazione di Poligrafici, è stato selezionato un campione comparabile di società editoriali quotate nel mercato Italia costituito da 4 società (Arnoldo Mondadori Editore S.p.A., Cairo Communication S.p.A., GEDI Gruppo Editoriale S.p.A., RCS MediaGroup S.p.A.). I multipli del campione individuato sono stati utilizzati per determinare il valore di Poligrafici e delle sue controllate Poligrafici Printing S.p.A. e Monrif Net S.r.l., applicandoli agli EBITDA attesi per il 2019 in base, sostanzialmente, ai piani industriali approvati dalle società;
- (b) settore alberghiero: è stato selezionato un campione di società quotate comparabili costituito da 10 società internazionali, e sono stati determinati i multipli operativi delle stesse opportunamente scontati (in media circa il 24% dei multipli) per tenere in considerazione la differente dimensione di tale campione rispetto a EGA, per applicarli ai dati economici (EBITDA atteso del 2019, rettificato considerando che parte della attività è svolta su immobili di proprietà del Gruppo Monrif) della stessa;

Alla luce poi dello status di holding di Monrif, nell'applicazione della metodologia di controllo gli Amministratori di Monrif hanno proceduto, come indicato e suggerito dalla prassi e dalla dottrina prevalente, ad adottare un approccio c.d. sum of part per derivarne il valore del capitale economico, nel caso di specie il c.d. Net Asset Value, considerando quindi:

- (a) il valore delle partecipazioni detenute direttamente – Poligrafici (quota del 64,80%), Monrif Net S.r.l. (quota del 43%), Poligrafici Printing S.p.A. (quota dello 0,63%) ed EGA (quota del 100%), valorizzate appunto, come anticipato, con l'applicazione della metodologia dei Multipli di Mercato; e
- (b) il valore delle proprietà immobiliari, ivi inclusa quella su cui insiste parte dell'attività di gestione alberghiera di EGA, che è di proprietà di Monrif.

4.2.2. Descrizione delle metodologie utilizzate dal Consiglio di Amministrazione di Poligrafici

4.2.2.1 Metodologia dei Prezzi di Mercato (Metodologia Principale)

Gli Amministratori di Poligrafici illustrano che i prezzi di mercato esprimono in maniera sintetica una stima del valore del capitale economico di una società con azioni quotate, espressa dal mercato borsistico. In un mercato efficiente, i prezzi di borsa rappresentano un indicatore affidabile del valore di una società, in quanto riflettono le aspettative degli investitori in termini di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica di una società e, conseguentemente, il giudizio di valore da parte degli investitori sulla società stessa sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili, tra cui i suoi dati operativi e finanziari, sia storici che attesi. Con riferimento sia a Poligrafici e sia, soprattutto, a Monrif, la significatività dei prezzi di borsa potrebbe essere limitata dalla ridotta liquidità dei titoli stessi. Inoltre, considerando inter alia (i) i settori in cui le Società Partecipanti alla Fusione operano e (ii) gli accordi che a partire dal 2014 sia Poligrafici sia Monrif hanno sottoscritto con gli istituti bancari, la stima da parte del mercato sulle prospettive operative e finanziarie di Poligrafici potrebbe risultare soggetta ad incertezza. Al fine di mitigare i rischi legati all'incertezza ed alla volatilità dei prezzi di mercato dei titoli Poligrafici e Monrif, sono stati presi in considerazione le medie ponderate per l'ammontare dei volumi di negoziazione dei prezzi giornalieri dei suddetti due titoli relativi a periodi di diversa ampiezza antecedenti alla data di valutazione del 6 settembre 2019 (e.g. puntuale, 1, 3, 6 mesi).

4.2.2.2 Metodologia dei Multipli di Mercato (Metodologia di Controllo)

Gli Amministratori di Poligrafici evidenziano che i valori derivanti dalla metodologia principale sono stati sottoposti ad una verifica di congruità utilizzando la metodologia di controllo dei c.d. Multipli di Mercato nella sua configurazione c.d. Trading, ovvero:

- Settore editoriale: per quanto riguarda Poligrafici nonché le sue controllate Poligrafici Printing S.p.A. e Monrif Net S.r.l., è stata eseguita una valutazione sulla base dei Multipli di Mercato prendendo a confronto un panel di peers italiani quotati del settore editoriale (utilizzando sia un campione più esteso comprendente Arnoldo Mondadori Editore S.p.A., Cairo Communication S.p.A., GEDI Gruppo Editoriale S.p.A., RCS MediaGroup S.p.A., che un campione ristretto a queste ultime due società focalizzate inter alia nella vendita di quotidiani). I multipli medi delle società quotate comparabili a Poligrafici (e alle sue controllate) sono stati applicati agli EBITDA attesi per il 2019, così come riportati dai piani industriali approvati dalle società.
- Settore alberghiero: è stato selezionato un campione di società quotate comparabili costituito da 9 società internazionali, e sono stati determinati i multipli operativi delle stesse opportunamente scontati (circa il 10% circa dei multipli) per tenere in considerazione la differente dimensione di tale campione rispetto ad EGA, per applicarli ai dati economici (EBITDA attesi per il 2019) della stessa.

Secondo un approccio c.d. somma delle parti, ai fini della valutazione di holding come Monrif, caratterizzate da investimenti in attività eterogenee, con profili e dinamiche differenziate e non integrate (sia dal punto di vista di business che, eventualmente, di influenza/controllo sulla partecipata), la dottrina e la prassi valutativa utilizzano la metodologia del cosiddetto Net Asset Value (di seguito, "NAV"), consistente nella stima del valore del capitale economico della società oggetto di valutazione come somma delle attività, delle partecipazioni e degli altri eventuali attivi da essa posseduti, ciascuno considerato come un'entità economica valutabile singolarmente.

Più in dettaglio, di seguito si riportano le metodologie adottate per la valutazione dei singoli attivi di Monrif:

- la partecipazione pari al 64,80% del capitale sociale di Poligrafici, le attività stesse di Monrif stand alone, la partecipazione al 100% di EGA, la partecipazione al 43% Monrif Net S.r.l., la partecipazione allo 0,63% di Poligrafici Printing S.p.A., valutate sulla base della metodologia di analisi dei multipli di società quotate;
- i surplus asset di Monrif relativi ad un terreno adibito a parcheggio in Via Mattei 106 a Bologna, stimato sulla base di una perizia di valutazione professionale.

5. Difficoltà di valutazione incontrate dai Consigli di Amministrazione

Come indicato nelle Relazioni degli Amministratori di Monrif e Poligrafici, con riferimento alle principali difficoltà valutative riscontrate, gli Amministratori evidenziano quanto segue:

- elementi numerici di riferimento: in relazione alle informazioni finanziarie storiche considerate, gli Amministratori indicano che i bilanci d'esercizio e consolidati al 31 dicembre 2018, i bilanci consolidati semestrali abbreviati al 30 giugno 2019 e le situazioni patrimoniali di riferimento delle Società Partecipanti alla Fusione scontano impatti contabili importanti, derivanti da modifiche nei principi contabili (IFRS 15 dal 2018 e IFRS 16 dal 2019), che non sono stati riflessi e considerati nelle valutazioni effettuate;
- il principale settore di riferimento in cui sono attive le Società Partecipanti alla Fusione, ossia il settore editoriale domestico, è in forte e particolare evoluzione ed evidenzia dinamiche che rendono le proiezioni future (o meglio la realizzazione delle medesime) molto più incerte che

in altri settori industriali, con riflessi sulle valorizzazioni di borsa delle società quotate di tale settore.

6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dai Consigli di Amministrazione

Le valutazioni svolte dai Consigli di Amministrazione di Monrif e di Poligrafici, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi Advisor Finanziari, hanno portato ai seguenti risultati.

6.1. Risultati del Consiglio di Amministrazione di Monrif

Sulla base delle valutazioni condotte con l'ausilio dell'advisor finanziario Long Term Partners, considerati i valori per azione di Monrif e Poligrafici, determinati secondo le metodologie sopra descritte, e alla luce degli intervalli individuati, il Consiglio di Amministrazione di Monrif ha definito i valori economici ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Le metodologie di valutazione adottate conducono ai seguenti rapporti di cambio:

	Metodologia dei Prezzi di Mercato	Metodologia dei Multipli di Mercato
Minimo	1,154 ⁽¹⁾	1,201
Massimo	1,286 ⁽²⁾	1,272

(1) Basato sulla media ponderata per i volumi, dei prezzi di chiusura a 6 mesi

(2) Basato sulla media ponderata per i volumi, dei prezzi di chiusura a 3 mesi

Rapporto di cambio basato sulle medie a: 1 mese: 1,248, 3 mesi 1,286, 6 mesi 1,154.

Come sopra evidenziato, gli Amministratori di Monrif hanno individuato i rapporti di cambio in un intervallo di valori ricompreso tra un minimo di 1,154 ed un massimo di 1,286 azioni Monrif per ogni azione Poligrafici per quanto riguarda la metodologia dei Prezzi di Mercato e tra un minimo di 1,201 ed un massimo di 1,272 azioni Monrif per ogni azione Poligrafici per quanto riguarda la metodologia dei Multipli di Mercato.

Inoltre, sempre con il supporto del proprio advisor, considerato quanto sopra esposto, gli Amministratori di Monrif hanno individuato un intervallo di valori ricompreso tra 1,190 azioni Monrif per ogni azione Poligrafici e 1,275 azioni Monrif per ogni azione Poligrafici ai fini della negoziazione con gli Amministratori di Poligrafici.

6.2. Risultati del Consiglio di Amministrazione di Poligrafici

Sulla base delle valutazioni condotte con l'ausilio dell'advisor finanziario Eidos Partners, considerati i valori per azione di Monrif e Poligrafici, determinati secondo le metodologie sopra descritte ed alla luce degli intervalli individuati, il Consiglio di Amministrazione di Poligrafici ha definito i valori economici ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Le metodologie di valutazione adottate conducono ai seguenti rapporti di cambio:

	Valore minimo	Valore massimo
Prezzi di Mercato	1,159	1,285
Multipli di Mercato	1,177	1,439

Come sopra evidenziato gli Amministratori di Poligrafici hanno identificato, i rapporti di cambio in un intervallo di valori ricompreso tra un minimo di 1,159 ed un massimo di 1,285 azioni Monrif per ogni

azione Poligrafici per quanto riguarda la metodologia dei Prezzi di Mercato e tra un minimo di 1,177 ed un massimo di 1,439 azioni Monrif per ogni azione Poligrafici per quanto riguarda la metodologia dei Multipli di Mercato.

Tenuto conto delle considerazioni sopra esposte, gli Amministratori di Poligrafici hanno individuato un intervallo di valori ricompreso tra i due punti intermedi espressi dalle metodologie pari a 1,222 azioni Monrif per ogni azione Poligrafici per il metodo dei Prezzi di Mercato e 1,308 azioni Monrif per ogni azione Poligrafici per il metodo dei Multipli di Mercato.

6.3. Conclusioni

Tenuto conto delle valutazioni e considerazioni sopra descritte, del valore strategico dell'operazione e dell'idoneità della stessa, ove attuata, a creare valore per entrambe le compagini sociali, i Consigli di Amministrazione delle Società Partecipanti alla Fusione, anche sulla base del supporto dei propri advisor finanziari e legali, e, con riferimento a Poligrafici, preso atto del parere favorevole del Comitato OPC Poligrafici sull'operazione, sono giunti alla determinazione ed approvazione del seguente Rapporto di Cambio:

- ▶ n. 1,27 azioni ordinarie di Monrif di nuova emissione del valore nominale di Euro 0,52 per ogni n. 1 azione ordinaria di Poligrafici.

Non sono previsti conguagli in denaro.

In conseguenza dell'efficacia della Fusione, tutte le azioni ordinarie dell'Incorporanda verranno annullate e concambiate con azioni ordinarie dell'Incorporante secondo il Rapporto di Cambio.

Per servire il concambio, l'Incorporante procederà all'aumento del proprio capitale sociale per massimi nominali Euro 29.370.440, mediante emissione di massime n. 56.481.616 nuove azioni ordinarie in applicazione del Rapporto di Cambio.

Gli Amministratori indicano che alla data delle Relazioni degli Amministratori Monrif possiede n. 81.862.367 azioni di Poligrafici, pari al 62,017% del capitale sociale. Ai sensi dell'art. 2504 ter, comma secondo, del Codice Civile, non si darà luogo all'assegnazione di alcuna azione di Monrif in concambio delle azioni ordinarie di Poligrafici di proprietà dell'Incorporante alla data perfezionamento della Fusione che, in tal caso, saranno annullate senza concambio. Inoltre, nel contesto della Fusione, Poligrafici procederà ad annullare senza concambio tutte le azioni proprie eventualmente detenute alla data di perfezionamento della Fusione.

Le azioni di nuova emissione saranno quotate sul Mercato Telematico Azionario, organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A., al pari delle azioni ordinarie della medesima Incorporante già in circolazione, nonché soggette alla gestione accentrata di Monte Titoli S.p.A. in regime di dematerializzazione ai sensi di legge.

7. Lavoro svolto

7.1. Lavoro svolto sulla documentazione utilizzata, menzionata al precedente punto 3

I bilanci consolidati semestrali abbreviati al 30 giugno 2019 del Gruppo Monrif e del Gruppo Poligrafici predisposti in conformità allo IAS 34 sono stati da noi assoggettati a revisione contabile limitata.

In relazione alle situazioni patrimoniali di riferimento di Monrif e Poligrafici al 30 giugno 2019, approvate dai rispettivi Consigli di Amministrazione il 12 settembre 2019, che costituiscono le situazioni patrimoniali previste dall'art. 2501 quater del Codice Civile, sono state da noi effettuate limitate procedure di revisione, che sono consistite principalmente in discussioni con le Direzioni delle Società Partecipanti alla Fusione, al fine di rilevare i principi contabili utilizzati ed i fatti salienti

concernenti la loro redazione, nonché analisi critiche degli ammontari in essi esposti e dei relativi principali scostamenti.

Abbiamo letto criticamente i report degli Advisor Finanziari e le perizie di valutazione professionali degli immobili delle Società, nonché le stime effettuate internamente dalle Società, ed abbiamo discusso con le Direzioni di Monrif e Poligrafici con specifico riferimento ai parametri, alle metodologie e ai criteri di valutazione utilizzati.

Per quanto riguarda il Business Plan Poligrafici, i dati prospettici di Monrif stand alone e della società controllata E.G.A. Emiliana Grandi Alberghi S.r.l., e le proiezioni economico-patrimoniali utilizzate dagli Amministratori ai fini valutativi limitatamente all'esercizio 2019 con riferimento all'applicazione del metodo di controllo dei Multipli di Mercato, fermi restando le incertezze e i limiti connessi ad ogni tipo di previsione, abbiamo discusso con le Direzioni di Monrif e Poligrafici, nonché con i rispettivi Advisor Finanziari, le principali caratteristiche del processo di previsione ed i criteri utilizzati per la loro redazione. Le analisi hanno incluso, tra l'altro, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci e con particolare riguardo al Business Plan Poligrafici, l'analisi della ragionevolezza delle assunzioni, dei criteri e dei principi contabili adottati, il confronto dell'andamento storico e a consuntivo con le previsioni, anche attraverso la lettura critica della IBR Deloitte.

Abbiamo infine raccolto, anche attraverso discussione con le Direzioni di Monrif e Poligrafici, informazioni circa gli eventi verificatisi successivamente alle date di chiusura dei bilanci sopra menzionati che possono avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del nostro esame e ci è stato confermato che dalle date di chiusura dei predetti bilanci alla data di emissione della presente Relazione non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica della valutazione delle Società Partecipanti alla Fusione e/o una modifica del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

7.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- ▶ analisi del Progetto di Fusione e delle Relazioni degli Amministratori di Monrif e Poligrafici, nonché dei report rilasciati dagli Advisor Finanziari per verificare la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dai Consigli di Amministrazione e dagli Advisor Finanziari nella determinazione del Rapporto di Cambio, nonché l'omogeneità di applicazione dei metodi di valutazione;
- ▶ sviluppo di analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, con l'obiettivo di esaminare quanto il Rapporto di Cambio fosse influenzato da variazioni nelle ipotesi e nei parametri ritenuti significativi;
- ▶ verifica della coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento ed alla "Documentazione utilizzata" descritta al precedente punto 3;
- ▶ verifica della correttezza matematica del calcolo del Rapporto di Cambio determinato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione, anche sulla base delle indicazioni degli Advisor Finanziari;
- ▶ colloqui con le Direzioni di Monrif e Poligrafici e con gli Advisor Finanziari, per discutere in merito all'attività svolta, alle problematiche incontrate ed alle soluzioni adottate.

Abbiamo inoltre discusso con le Direzioni di Monrif e Poligrafici, e ottenuto attestazione, che, per quanto a loro conoscenza, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni

presi in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi, né si sono verificati eventi tali da modificare le valutazioni espresse dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio.

Le sopradescritte attività sono state svolte nella misura ritenuta necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico, indicate nel precedente punto 1.

8. Commenti sull'adeguatezza dei metodi utilizzati e sulla validità delle stime prodotte

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli amministratori consiste in una stima dei valori relativi delle singole società oggetto della fusione, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei, ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili. Nelle valutazioni per operazioni di fusione, infatti, la finalità ultima non è tanto la determinazione dei valori assoluti del capitale economico delle società interessate, quanto piuttosto l'individuazione di valori confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio.

Per tale ragione, le valutazioni per operazioni di fusione hanno significato unicamente nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione ad operazioni diverse dalla fusione per la quale sono state eseguite.

Abbiamo pertanto svolto un esame critico della metodologia seguita dagli Amministratori per la determinazione del valore relativo delle Società Partecipanti alla Fusione e, quindi, del Rapporto di Cambio, verificandone l'idoneità tecnica nelle specifiche circostanze, tenuto conto delle caratteristiche delle Società Partecipanti alla Fusione e dell'operazione nel suo complesso.

Con riferimento ai metodi di valutazione adottati si osserva che:

- ▶ sono largamente diffusi nella prassi professionale italiana e internazionale, hanno consolidate basi dottrinali e si basano su parametri determinati attraverso un processo metodologico di generale accettazione;
- ▶ appaiono adeguati nella fattispecie in considerazione delle caratteristiche delle Società interessate dall'operazione;
- ▶ conformemente al contesto valutativo richiesto in sede di fusione, i metodi sono stati sviluppati in ottica stand alone;
- ▶ l'approccio metodologico adottato dagli Amministratori delle Società Partecipanti alla Fusione, anche con il supporto dei rispettivi Advisor Finanziari, ha consentito di rispettare il criterio della omogeneità dei metodi di valutazione e, quindi, della confrontabilità dei valori;
- ▶ l'applicazione di una pluralità di metodi di valutazione ha consentito comunque di estendere il processo di valutazione e sottoporre ad un esame sostanziale i risultati ottenuti;
- ▶ la scelta di estendere le rilevazioni dei corsi di borsa sino ad un periodo di 6 mesi da parte degli Amministratori appare appropriata in via generale, particolarmente in un contesto di volatilità dei mercati, in quanto permette di mitigare gli effetti della volatilità di breve periodo, pur rappresentando un valore di mercato relativamente recente.

Con riferimento allo sviluppo delle metodologie di valutazione effettuato dagli Amministratori, evidenziamo di seguito le nostre considerazioni:

- ▶ il metodo dei Prezzi di Mercato risulta particolarmente indicato in presenza di un mercato di borsa efficiente, poiché incorpora tutte le informazioni pubblicamente disponibili ed è il risultato dell'attività di negoziazione svolta da operatori di mercato che riflettono le loro previsioni e opinioni in merito alla redditività, ai livelli di rischio e al potenziale di crescita futura delle società oggetto di valutazione. L'adozione di medie, ponderate per i volumi

scambiati, riferite ad un arco temporale sufficientemente ampio ha inoltre consentito di attenuare l'effetto delle fluttuazioni dei titoli legate alla situazione generale dei mercati e di mitigare gli effetti della volatilità di breve periodo, pur riflettendo dati di mercato recenti. Peraltro, dal momento che sul piano pratico raramente si verificano le ideali condizioni di efficienza del mercato, è frequente, come nel caso di specie, applicare una pluralità di metodi, anche solo di controllo, nella valutazione di società quotate;

- ▶ il metodo del NAV è generalmente applicato dalla prassi professionale, con un approccio per "somma delle parti", nella valutazione di holding di partecipazioni, in quanto realtà aziendali complesse caratterizzate dalla presenza di molteplici aree di business. Nel caso specifico, l'utilizzo della metodologia dei Multipli di Mercato per le partecipazioni detenute, unitamente alla valutazione delle altre attività anche attraverso perizie valutative di terzi indipendenti o stime basate sui valori di bilancio, ha consentito di apprezzare le caratteristiche operative e finanziarie delle singole attività.

9. Limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento del presente incarico

Come in precedenza evidenziato, nell'esecuzione del nostro incarico abbiamo utilizzato dati, documenti ed informazioni forniti dalle Società Partecipanti alla Fusione, assumendone la veridicità, correttezza e completezza, senza svolgere verifiche al riguardo. Parimenti abbiamo preso atto delle valutazioni fatte degli Amministratori circa la ricorrenza dei presupposti del diritto di recesso, senza svolgere verifiche a riguardo. Allo stesso modo, non sono state eseguite, sempre perché estranee all'ambito del nostro incarico, verifiche e/o valutazioni circa la validità e/o efficacia delle operazioni effettuate da Monrif e Poligrafici, né dei relativi atti, né degli effetti della Fusione sulle medesime, né di eventuali tematiche di tipo societario, legale o fiscale connesse all'operazione di Fusione.

Con riferimento alle metodologie di valutazione utilizzate dagli Amministratori e ai limiti incontrati, in aggiunta a quelli riscontrati dagli Amministratori e riportati al punto 5, evidenziamo quanto segue:

- a) il metodo dei Prezzi di Mercato risulta particolarmente indicato in presenza di società con volumi scambiati elevati, mentre nel caso in esame i titoli oggetto di valutazione (Monrif e Poligrafici) presentano una liquidità relativamente limitata e, quindi, il prezzo di tali titoli potrebbe non rifletterne pienamente il valore intrinseco, specie in presenza di una volatilità dei mercati determinata anche da eventi esterni alle Società valutate;
- b) il metodo del NAV è generalmente applicato nella prassi professionale nella valutazione di realtà aziendali complesse caratterizzate dalla presenza di molteplici aree di business. Nel caso specifico, l'utilizzo della metodologia è stato limitato dalla difficoltà di valutazione di partecipazioni in società non quotate e - più in generale - di attività non liquide, per le quali è stato fatto affidamento a valutazioni con il metodo dei Multipli di Mercato di società comparabili, a perizie valutative di terzi indipendenti, oppure a valori contabili, anche rettificati sulla base di prassi e scelte valutative;
- c) i metodi utilizzati sono basati, direttamente o indirettamente, sui prezzi di mercato di titoli quotati, in un contesto di mercato che nei periodi considerati è stato caratterizzato da livelli di incertezza e da fenomeni di turbolenza e volatilità; inoltre non si può escludere che l'evoluzione futura dei mercati finanziari possa condurre a valori di mercato non prevedibili ad oggi ed eventualmente diversi da quelli utilizzati dagli Amministratori nelle proprie valutazioni.
- d) le previsioni economico-patrimoniali predisposte dagli Amministratori, con particolare riguardo a Poligrafici, e che nel caso di specie sono state utilizzate limitatamente all'esercizio 2019 con riferimento all'applicazione del metodo di controllo dei Multipli di Mercato, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggette a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e/o dello scenario macroeconomico. Va

inoltre tenuto presente che a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi e i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate.

- e) i profili di incertezza sopra evidenziati, che di per sé caratterizzano qualsiasi tipo di previsione economico-finanziaria, risultano nella fattispecie accentuati in considerazione dello specifico contesto di mercato che caratterizza il principale settore di riferimento in cui agiscono le Società Partecipanti alla Fusione, quello editoriale in Italia, che registra una significativa evoluzione e mostra dinamiche che rendono maggiormente incerte le proiezioni future rispetto ad altri settori industriali.

Come esplicitamente evidenziato nelle Relazioni degli Amministratori, il perfezionamento della Fusione è subordinato all'avveramento delle Condizioni Sospensive. Conseguentemente, in caso di mancato avveramento di tali Condizioni Sospensive, le considerazioni e conclusioni contenute nella presente Relazione non saranno o potrebbero non essere più valide o applicabili.

10. Conclusioni

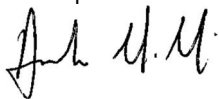
Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura, portata e limiti del nostro lavoro come illustrati nella presente Relazione, riteniamo che i metodi di valutazione adottati dai Consigli di Amministrazione di Monrif e Poligrafici, anche sulla base delle indicazioni dei rispettivi Advisor Finanziari, siano adeguati in quanto nella circostanza ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio delle azioni contenuto nel Progetto di Fusione pari a:

- ▶ n. 1,27 azioni ordinarie di Monrif di nuova emissione del valore nominale di Euro 0,52 per ogni n. 1 azione ordinaria di Poligrafici.

Non è previsto alcun conguaglio in denaro.

Bologna, 16 settembre 2019

EY S.p.A.



Andrea Nobili
(Socio)