

Spettabile

Poligrafici Editoriale Spa

Via Enrico Mattei 106

40138 Bologna

Alla cortese attenzione del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate

Milano, 11 settembre 2019

OGGETTO: PARERE SULLA CONGRUITÀ FINANZIARIA DEL RAPPORTO DI CAMBIO NELL'AMBITO DELLA PREVISTA FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI POLIGRAFICI EDITORIALE SPA IN MONRIF SPA

A. Premessa

Poligrafici Editoriale Spa (di seguito, "Poligrafici" o la "Società") e la controllante Monrif Spa (di seguito, "Monrif") hanno allo studio un'ipotesi di riorganizzazione societaria e di *business* del gruppo industriale facente capo alle stesse, che prevede, quale elemento essenziale, la fusione per incorporazione in Monrif di Poligrafici (di seguito, l' "Operazione" o la "Fusione").

La Fusione è finalizzata a: i) creare un'entità con una dimensione del flottante superiore, con la conseguente maggiore appetibilità e facilità di negoziazione dei titoli per gli investitori; ii) ridurre i costi operativi legati al mantenimento di due società quotate e semplificare la struttura partecipativa e l'assetto di *governance*, con conseguente creazione di sinergie; iii) agevolare il perseguimento di una strategia aziendale adeguata rispetto al momento storico di difficoltà del settore di riferimento; iv) eliminare i conflitti di interesse, potenziali e non, tra i soci delle società coinvolte.

Costituendo l'eventuale Fusione un'operazione con parti correlate¹ di maggiori dimensioni, Poligrafici è tenuta ad applicare la relativa disciplina, che prevede: i) il coinvolgimento del Comitato per le Operazioni con Parti Correlate ("Comitato") nelle trattative e nella fase istruttoria; ii) la necessità di approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione, previo parere favorevole del Comitato; iii) la delibera con il voto favorevole dell'Assemblea degli Azionisti, fermo restando che, in caso di parere negativo del Comitato, è necessario il voto favorevole della

¹ Poligrafici è soggetta al controllo di diritto *ex art.* 2359, 1° comma Cod. Civ. e dell'art. 93 D. Lgs. n. 58/1998 da parte di Monrif.

maggioranza dei soci non correlati presenti, rappresentanti almeno il 10% del capitale con diritto di voto in Assemblea; iv) la pubblicazione di un documento informativo relativo all'Operazione.

Alla data del presente documento, la prospettata Operazione non è ancora stata comunicata al mercato, né sono stati approvati da parte dei rispettivi organi sociali i relativi termini economici essenziali.

B. Oggetto e natura del Parere

Conformemente all'incarico (di seguito, "Incarico") conferito dal Comitato² a DGPA & Co. Srl e al Prof. Maurizio Dallocchio³ e formalizzato in data 30 luglio 2019 (di seguito, "Esperto" o "scrivente"), la Società ha richiesto di fornire una *fairness opinion* (di seguito, la "Fairness Opinion" o il "Parere") a supporto delle decisioni che il Comitato della Società sarà chiamato a esprimere in merito alla eventuale Fusione, circa la congruità da un punto di vista finanziario del rapporto di cambio tra le azioni ordinarie di Poligrafici e le azioni ordinarie di Monrif (di seguito, il "Rapporto di Cambio").

La Fairness Opinion è di supporto alle valutazioni sul Rapporto di Cambio di competenza del Comitato, chiamato a rendere il parere vincolante al Consiglio di Amministrazione di Poligrafici di cui alla Procedura per le Operazioni con Parti Correlate adottata dalla Società che recepisce, tra l'altro, quanto previsto dal Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato.

Lo scrivente dichiara di non essere legato a Poligrafici e Monrif da rapporti di natura personale o professionale tali da comprometterne l'indipendenza di giudizio, e di non aver mai ricevuto o svolto incarichi professionali conferiti dalle suddette società. Inoltre, conferma di: a) non avere, neppure indirettamente, interessi nell'Operazione; b) non avere relazioni economiche, patrimoniali e finanziarie con: i) le società coinvolte nell'Operazione; ii) i soggetti che le controllano; iii) le altre società controllate da Monrif; iv) gli Amministratori delle società di cui ai punti i), ii) e iii) che precedono.

Il presente Parere è espresso esclusivamente nell'interesse e a beneficio del Comitato di Poligrafici riguardo alla Fusione e ai soli fini della stessa, mentre non è espresso per conto di, né conferirà diritti o rimedi ad azionisti di Poligrafici o alcun altro soggetto, né potrà essere usato a fini diversi.

Lo scrivente intende, in particolare, fornire al Comitato elementi atti a consentire allo stesso di valutare, nella sua piena autonomia di giudizio, gli aspetti finanziari della Fusione. L'Esperto non autorizza terze parti a fare affidamento sulle analisi e sulle conclusioni esposte nel Parere e declina espressamente ogni responsabilità per gli eventuali danni derivanti da un utilizzo dello stesso per

² Alla data del presente documento è composto, stante l'avvenuto decesso di un suo componente e dal conseguente ricorso al presidio equivalente – quanto alla presente Operazione – di cui all'art. 2.1 della Procedura Parti Correlate adottata dalla Società, dal presidente Dott. Mario Cognigni e dai membri Dott. Massimo Paniccia e Dott. Franco Pozzi.

³ Società di cui il Prof. Maurizio Dallocchio è fondatore e *partner*.

scopi e/o finalità diversi da quelli indicati.

Il Parere si basa necessariamente sulle condizioni economiche, monetarie, di mercato e, più in generale, sulle altre condizioni esistenti alla data del presente Parere, nonché sulla documentazione e sulle informazioni che sono state fornite allo scrivente sino ad oggi e specificate al successivo paragrafo D. Eventi verificatisi e/o che si potranno verificare successivamente alla data del presente Parere potrebbero aver inciso e/o incidere sui presupposti e sul contenuto del Parere medesimo, ma lo scrivente non assume alcun obbligo di aggiornare o modificare o confermare il Parere.

Il Parere è rilasciato in un contesto competitivo in evoluzione. Eventuali modifiche, successive alla data del presente Parere, degli aspetti strutturali o regolamentari del settore editoriale e pubblicitario in generale potrebbero influire sulle determinanti di valore di Poligrafici e di Monrif e, più in generale, delle società dalle stesse controllate e/o partecipate, modificando o annullando le conclusioni del presente Parere. Anche a tale riguardo lo scrivente non assume alcun obbligo di aggiornare o modificare o confermare il Parere.

Si precisa che lo scrivente opera in qualità di consulente finanziario e pertanto non ha fornito e non fornisce alcuna prestazione professionale di natura, a titolo esemplificativo, ma non esaustivo, legale, contabile, fiscale, industriale, ambientale e tecnica.

Il Parere non è inteso essere, e non costituisce, una raccomandazione ad approvare o meno la Fusione. La predisposizione del Parere e più in generale lo svolgimento dell'incarico assegnato non comporta, inoltre, alcun coinvolgimento dello scrivente nella gestione e nell'attività della Società, né nelle decisioni del Comitato di Poligrafici e/o di qualsiasi terzo in merito alla convenienza e/o alla fattibilità dell'Operazione e quindi della Fusione, alle condizioni alla data odierna previste o a condizioni diverse.

Le analisi valutative sono state svolte al solo scopo di valutare la congruità del Rapporto di Cambio determinato dalle parti. La presente Fairness Opinion non esprime alcun giudizio o valutazione in merito all'interesse della Società all'Operazione. Il parere risulta di supporto al Comitato per valutare la convenienza e correttezza sostanziale da parte dello stesso Comitato delle condizioni della stessa (quanto al Rapporto di Cambio). La Fairness Opinion si basa sul presupposto che la prospettata Fusione e i termini e condizioni della stessa vengano valutati dal Comitato della Società in autonomia di giudizio.

Come comunicato dal Comitato, nell'ambito delle negoziazioni relative ai termini economici della prospettata Fusione il Consiglio di Amministrazione di Poligrafici, tenuto conto delle analisi svolte con l'ausilio del proprio *advisor* finanziario⁴, ha ritenuto di proporre al Consiglio di Amministrazione di Monrif un Rapporto di Cambio pari a n. 1,27 azioni ordinarie Monrif di nuova emissione per ogni n. 1 azione ordinaria Poligrafici ("Proposta"). Tale Proposta è stata ritenuta accettabile da Monrif con comunicazione in data 11 settembre 2019.

Alla data del presente Parere, lo scrivente può dunque esprimersi unicamente sulla congruità, dal punto di vista finanziario, della suddetta Proposta.

⁴ Si fa riferimento a Eidos Partners.

C. Società partecipanti all'Operazione

Poligrafici è attiva nel settore dell'editoria nazionale. Il gruppo Poligrafici ("Gruppo") è presente sul mercato da oltre mezzo secolo ed è noto ai lettori principalmente quale editore de "Il Resto del Carlino", "La Nazione", "Il Giorno" e "Il Telegrafo". A partire dal 1997, dall'aggregazione sinergica delle redazioni nazionali e sportive dei quotidiani sopra menzionati, sono nati i fascicoli, allegati a tutte le testate del Gruppo, denominati "Quotidiano Nazionale (QN)" e "Quotidiano Sportivo (QS)", entrambi prodotti da un'unica redazione centrale con sede a Bologna.

Le attività del Gruppo includono anche la raccolta pubblicitaria e la stampa (in conto proprio o di terzi).

Nell'attuale struttura del Gruppo si possono distinguere quattro aree di *business*: i) editoria e pubblicità; ii) stampa; iii) *new media*; iv) immobiliare.

La capogruppo Poligrafici Editoriale Spa si occupa delle edizioni dei quotidiani "QN il Resto del Carlino", "QN La Nazione", "QN Il Giorno", "QN Il Telegrafo" e dei fascicoli "QN" e "QS".

Superprint Editoriale Srl, detenuta al 100% da Poligrafici, edita le riviste "Cavallo Magazine" e "L'Enigmistica"; inoltre, si occupa di servizi amministrativi per le società del Gruppo.

Speed Spa, controllata al 100% da Poligrafici, gestisce le attività di concessionaria pubblicitaria per il Gruppo e per editori terzi.

Poligrafici Printing Spa, *holding* del settore stampa, detenuta all'89,7% da Poligrafici, è stata quotata sul mercato AIM nel mese di marzo 2010.

Centro Stampa Poligrafici Srl (interamente controllata da Poligrafici Printing) è attiva nella stampa dei quotidiani del Gruppo presso i propri stabilimenti ("QN La Nazione" e "QN Il Telegrafo" a Campi Bisenzio; "QN il Resto del Carlino" a Bologna). "QN Il Giorno" viene stampato a Milano tramite uno stampatore terzo; a partire dal febbraio 2018, presso lo stabilimento di Bologna, viene stampato anche il quotidiano la "Gazzetta di Parma"; da ottobre 2018, presso lo stabilimento di Campi Bisenzio, viene stampata l'edizione toscana di "la Repubblica" e tutte le edizioni del quotidiano "Il Tirreno".

Rotopress International (detenuta al 33% da Poligrafici Printing) è attiva nella stampa commerciale e di alcune edizioni de "Il Resto del Carlino" e del "Corriere di Romagna"; è proprietaria di un centro di stampa a Loreto.

Costituita nel 1999, Monrif Net Srl, detenuta al 57% da Poligrafici e al 43% da Monrif, si occupa delle attività di editoria digitale e di servizi digitali; si occupa, in particolare, dei siti: www.quotidiano.net, www.ilrestodelcarlino.it, www.lanazione.it, www.ilgiorno.it e www.iletegrafolivorno.it.

Monrif Net controlla a sua volta il 100% di Go Speed Srl, attiva nel segmento dei servizi digitali attraverso consulenze e *directories on line*.

Poligrafici detiene inoltre il 100% di Poligrafici Real Estate Srl, proprietaria di un immobile direzionale in Bologna locato interamente alle società del Gruppo, nonché sede del Gruppo stesso.

C.A.F.I. (Compagnia Agricola Finanziaria Immobiliare) Srl, controllata al 51% da Poligrafici Real Estate, risulta essere proprietaria di un terreno prevalentemente agricolo di 75,5 ettari nel

Comune di Bologna con potenziali sviluppi urbanistici anche rilevanti.

Nell'esercizio 2018 i ricavi consolidati netti del Gruppo Poligrafici sono risultati pari a 160,7 milioni di Euro, di cui il 60% per la vendita di quotidiani e riviste ed il 33% per la vendita di spazi pubblicitari. Il margine operativo lordo consolidato è stato pari a 9,4 milioni di Euro, ed il reddito netto positivo per 0,5 milioni di Euro.

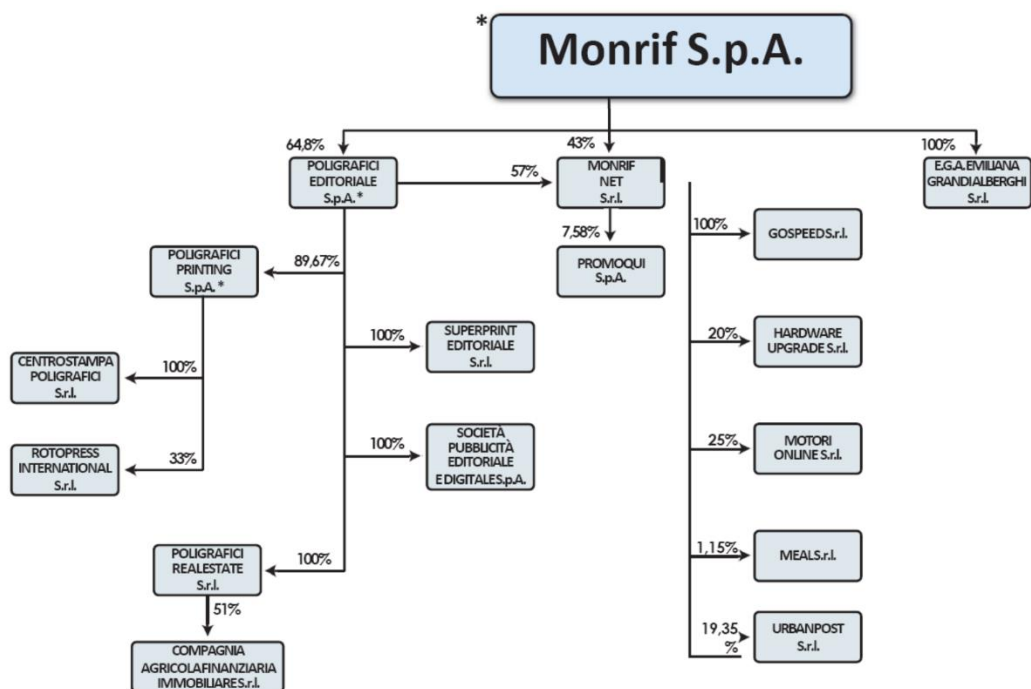
La Società ha azioni negoziate sul segmento MTA di Borsa Italiana e capitalizza alla data corrente 23,5 milioni di Euro.

Monrif è la *holding* finanziaria controllata dalla famiglia Monti Riffeser, ed è presente nel settore editoriale, pubblicitario e stampa tramite il Gruppo Poligrafici, di cui detiene il controllo, e nel settore alberghiero tramite la partecipata Emiliana Grandi Alberghi Srl ("EGA").

Quest'ultima gestisce due *hotel* 4 stelle a Bologna, l' "Hotel Internazionale" e il "Royal Hotel Carlton", nel cuore del centro storico e l'*hotel* 4 stelle *superior* "Royal Garden Hotel" alla periferia di Milano, accanto al Forum di Assago, di proprietà di Monrif Spa.

Nella Figura seguente viene rappresentato l'organigramma societario del gruppo Monrif

Figura 1: Organigramma societario del gruppo Monrif.



* società quotate

Nell'esercizio 2018 i ricavi consolidati netti di Monrif sono risultati pari a 200,1 milioni di Euro, di cui il 48% per la vendita di quotidiani e riviste (tramite la controllata Poligrafici), il 26% per la vendita di spazi pubblicitari (tramite la controllata Poligrafici), il 10% relativo a ricavi alberghieri

e il 15% per altri ricavi, inclusivi delle plusvalenze immobiliari. Il margine operativo lordo consolidato è stato pari a 31,9 milioni di Euro, ed il reddito netto positivo per 11,3 milioni di Euro.

Anche Monrif ha azioni negoziate sul segmento MTA di Borsa Italiana e capitalizza alla data corrente 22,2 milioni di Euro.

D. Documentazione e informazioni utilizzate

Il presente Parere - finalizzato alla determinazione della congruità da un punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio, nonché le considerazioni valutative nello stesso contenute, si basano unicamente sulla documentazione e sulle informazioni di seguito specificate⁵, fornite da Poligrafici e Monrif attraverso la costituzione di apposite *virtual dataroom*:

- Bilancio Consolidato del Gruppo Monrif al 31 dicembre 2018;
- Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata del Gruppo Monrif al 30 giugno 2019;
- Bilanci Individuali al 31 dicembre 2018 e situazione semestrale al 30 giugno 2019 di: i) Monrif; ii) EGA;
- Project "ALL IN 1" Executive summary, presentazione al CdA Monrif del 6 giugno 2019;
- organigramma societario e struttura del Gruppo Monrif al 31 dicembre 2018;
- elenco immobili non strumentali Monrif e Poligrafici;
- rapporti *intercompany* al 31 dicembre 2018 e al 30 giugno 2019;
- posizione finanziaria netta del Gruppo Monrif al 30 giugno 2019;
- Piano EGA 2019-2023;
- perizie valutative del terreno di Bologna, via Mattei 106, e del Royal Garden di Assago, REAG;
- costo dei dipendenti Monrif Spa;
- Bilancio Consolidato del Gruppo Poligrafici al 31 dicembre 2018;
- Relazione Finanziaria Semestrale Consolidata del Gruppo Poligrafici al 30 giugno 2019;
- Bilanci Individuali al 31 dicembre 2018 e situazione semestrale al 30 giugno 2019 di: i) Poligrafici; ii) Monrif Net Srl; iii) Poligrafici Printing;
- verbali CdA Poligrafici del 12 giugno 2019 e del 18 luglio 2019;
- verbale Comitato Parti Correlate del 23 luglio 2019;
- *Equity Report* analisti sul titolo Poligrafici;
- Piano 2019-2022, Presentazione al CdA del 14 marzo 2019;
- Piano consolidato del Gruppo Poligrafici 2019-2023;
- Piano Monrif Net 2019-2023;

⁵ L'intera documentazione è depositata presso lo Studio del Prof. Dallocchio, via Crocefisso 27, 20122 Milano.

- Piano aggregato Poligrafici Printing + CSP 2019-2023;
- Final IBR Deloitte Poligrafici Editoriale - giugno 2019;
- dettagli personale e organici del Gruppo Poligrafici;
- perizie valutative degli immobili di: Bologna, via Montebello; Ravenna, via Salara 42; Bologna, via Barberia 19 (Palazzo Belloni); Bologna, via Mattei 106 (terreno agricolo NEW; Bologna, Borgo Panigale, via Lepido; Stabilimento ex Grafica;
- situazione azionaria ed organigramma;
- Statuti e Codici Etici di Poligrafici e Monrif;
- Comunicazione Monrif a Poligrafici Editoriale del 9 settembre 2019;
- Comunicazione Poligrafici Editoriale a Monrif del 9 settembre 2019;
- Comunicazione Poligrafici Editoriale al Comitato Parti Correlate del 9 settembre 2019;
- Comunicazione Monrif a Poligrafici Editoriale del 11 settembre 2019;
- Fusione di Poligrafici in Monrif, valutazione del Rapporto di Cambio, Eidos Partners, 6 settembre 2019;
- altri dati e informazioni di carattere economico-patrimoniale e finanziario di Poligrafici e Monrif forniti, in forma scritta e - in via del tutto residuale - verbale, dal *management* e dai relativi consulenti;
- informazioni di pubblico dominio ritenute rilevanti ai fini delle analisi, quali quelle concernenti le quotazioni di Borsa e le proiezioni economico-patrimoniali di *consensus* relative a un campione di aziende editoriali europee quotate e ritenute comparabili con Poligrafici e Monrif.

Sono stati inoltre utilizzati dati, informazioni e documenti integrativi necessari per l'approfondimento delle analisi desunti da banche dati specialistiche (Bloomberg, Thomson Reuters, Mergermarket, Zephyr).

Tutte le analisi condotte fanno riferimento allo stato di informazioni disponibili alla data del 6 settembre 2019.

E. Data di riferimento

Le situazioni economiche e patrimoniali di riferimento di Poligrafici e Monrif sulle quali è basato il presente Parere sono quelle consolidate al 30 giugno 2019 (di seguito, la "Data di Riferimento"), come desunte dalle rispettive relazioni finanziarie semestrali approvate e pubblicate.

Nessuna modifica delle situazioni economiche e patrimoniali e/o di altra natura di Poligrafici e Monrif successiva alla Data di Riferimento è stata presa in considerazione nella redazione del Parere, salvo che per gli eventuali fatti di rilievo segnalati dal *management* allo scrivente e potenzialmente in grado di influire sul valore delle società partecipanti alla prospettata Fusione.

L'ultima data presa a riferimento per i dati di mercato utilizzati per l'applicazione dei criteri di valutazione selezionati e la stima dei relativi parametri è il 6 settembre 2019.

F. Limitazioni ed esclusioni

Nella predisposizione del presente Parere lo scrivente ha fatto affidamento, senza compiere alcuna verifica indipendente, sulla veridicità, accuratezza, correttezza e completezza di tutta la documentazione e di tutte le informazioni di cui al paragrafo D. Lo scrivente non ha intrapreso alcun accertamento e/o valutazione indipendente della documentazione e delle informazioni utilizzate.

Sulla base di quanto rappresentato dalla Società, lo scrivente ha assunto che non vi siano elementi informativi o fatti non portati a sua conoscenza che possano rendere incompleti o fuorvianti l'insieme dei dati e delle informazioni ricevute e non ha pertanto svolto alcuna autonoma verifica in merito alla completezza e all'eshaustività delle informazioni e dei dati forniti.

Lo scrivente, inoltre, non ha fornito, ottenuto o esaminato, per conto di Poligrafici, alcun parere specialistico, quali, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, pareri legali, contabili, ambientali, informatici o fiscali: il Parere, di conseguenza, non tiene in considerazione le possibili implicazioni riguardanti tali aspetti.

L'analisi non ha inoltre riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese). Lo scrivente non ha quindi compiuto alcuna perizia indipendente sul valore delle singole attività e passività di Poligrafici e Monrif (incluse le attività e passività fuori bilancio).

L'Esperto ha adempiuto al suo Incarico assumendo che nessuna informazione rilevante sia stata omessa o non fornita, e che le proiezioni economico-patrimoniali utilizzate siano state formulate secondo ragionevolezza sulla base delle migliori stime e opinioni a oggi disponibili del *management*, in merito alle *performance* future di Poligrafici, formulate a livello consolidato, e delle altre società partecipate da Monrif (EGA).

In particolare, le componenti reddituali, patrimoniali e finanziarie di natura previsionale della valutazione sono state determinate facendo riferimento al *Business Plan* 2019 – 2023 fornito dal *management* della Società, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Poligrafici in data 14 marzo 2019 e al piano di EGA per il medesimo periodo ("Piani" o congiuntamente "Piano"). Tali Piani sono stati predisposti in ipotesi di *going concern* e, per quanto concerne l'esercizio 2019, rettificati ("2019 Adjusted") per tenere conto di eventuali scostamenti, laddove significativi, rilevati nei risultati consuntivi semestrali del Gruppo al 30 giugno 2019.

Lo scrivente non ha svolto alcuna analisi in merito alla validità e razionalità del disegno strategico e alle assunzioni industriali sottese ai Piani, posto che ciò esula dalla finalità dell'Incarico. Le analisi sono state svolte nell'ipotesi che Poligrafici e Monrif implementino le azioni nei tempi e nei modi riflessi nei dati prospettici forniti allo scrivente, coerentemente con le ipotesi sottostanti ai Piani.

I dati previsionali, essendo basati su ipotesi di azioni ed eventi futuri, per loro natura sono caratterizzati da elementi di soggettività ed incertezza, pertanto gli scostamenti fra valori consuntivi e valori previsionali potrebbero essere significativi. In relazione all'Incarico conferito e alla finalità del lavoro dello scrivente, compete al *management* di Poligrafici e Monrif la responsabilità della preparazione dei dati prospettici e della formulazione delle ipotesi poste alla

base della redazione dei medesimi.

L'Esperto ha preso atto che il Piano di Poligrafici è stato sottoposto ad *Independent Business Review* da parte di un qualificato soggetto terzo per il periodo 2019-2022⁶, senza l'evidenziazione di rilievi significativi, fatta eccezione per le opportune e usuali analisi di sensitività condotte.

Lo scrivente ha effettuato le stime del valore relativo di Poligrafici e Monrif in una prospettiva *stand-alone*, senza tenere conto quindi di eventuali sinergie o economie derivanti dall'Operazione in oggetto e, in particolare, dalla Fusione.

Si è inoltre assunto che tutte le approvazioni e autorizzazioni necessarie per il completamento dell'Operazione, saranno ottenute senza alcun effetto negativo di rilievo su Poligrafici, Monrif e/o sull'Operazione nel suo complesso come attualmente articolata.

Poligrafici e Monrif sono state esaminate in condizioni "normali" di funzionamento con riferimento alla situazione in atto e alle prospettive di sviluppo conosciute alla data del Parere, non tenendo conto di eventi straordinari e non ricorrenti di gestione ed escludendo dalle analisi e dalle proiezioni tutti gli elementi non ragionevolmente prevedibili e non coerenti con i principi di logica e prudenza comunemente adottati.

Le attività condotte dallo scrivente non hanno previsto lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuiti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza lo scrivente non esprime alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sui bilanci o sulle relazioni finanziarie infra-annuali di Poligrafici, Monrif e delle società dalle stesse controllate e collegate o su qualsiasi altra informazione finanziaria.

Le attività condotte dallo scrivente non hanno determinato alcun coinvolgimento del medesimo nella gestione e nell'attività di Poligrafici, Monrif e delle loro società controllate e/o collegate.

Lo scrivente non assume, pertanto, alcuna responsabilità in merito alla veridicità, completezza e accuratezza delle informazioni, fornite in forma scritta e/o orale, utilizzate, né fornisce alcuna garanzia, implicita o esplicita, al riguardo.

Inoltre, lo scrivente, con il presente Parere:

- non esprime alcuna raccomandazione ad alcun soggetto in merito all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari di Poligrafici e/o Monrif;
- non analizza né compara soluzioni alternative all'Operazione e, quindi, anche alla Fusione o gli effetti di qualsiasi altra operazione che Poligrafici e/o Monrif potrebbero o avrebbero potuto perseguire;
- non fornisce alcuna valutazione o raccomandazione ai titolari di azioni di Poligrafici e/o Monrif riguardo al voto che essi potranno esprimere nelle Assemblee degli Azionisti da tenersi in relazione all'Operazione e, in particolare, alla Fusione.

⁶ Si fa riferimento a Deloitte Spa.

G. Restrizioni all'uso del presente Parere

La Fairness Opinion fornisce al Comitato elementi atti a consentire di valutare e definire, nella loro piena autonomia di giudizio, il Rapporto di Cambio.

Il presente Parere non potrà essere utilizzato per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo B che precede.

L'Esperto non assume alcuna responsabilità in relazione alle attività svolte da altri soggetti che, a vario titolo, acquisiscano il presente Parere. In particolare, rientra nell'esclusiva responsabilità di altri esperti incaricati dedurre eventuali conclusioni dal Parere e/o fare affidamento su informazioni e/o dati citati nello stesso. Pertanto, lo scrivente non fornisce alcuna garanzia in merito all'adeguatezza del Parere per le finalità proprie di altri esperti, né accetta alcuna responsabilità per ogni danno derivante dall'utilizzo non autorizzato e/o improprio del Parere stesso.

H. Principali difficoltà di valutazione

Le analisi effettuate, nonché le conclusioni alle quali lo scrivente è giunto, devono essere interpretate anche alla luce delle seguenti principali difficoltà incontrate nel corso del processo valutativo:

- volatilità dei mercati finanziari: la situazione complessiva dei mercati è all'origine di una volatilità dei valori e dei parametri di mercato utilizzati nelle analisi valutative effettuate;
- limitata copertura del titolo Poligrafici, e assenza di copertura del titolo Monrif, da parte degli analisti finanziari nel corso degli anni più recenti;
- difficile individuazione di aziende quotate significativamente comparabili (per dimensione, risultati storici e modello di *business*) o di transazioni aventi ad oggetto pacchetti azionari o quote di imprese simili alle società oggetto di integrazione;
- variazioni nei principi contabili: i dati prospettici sono stati elaborati dal *management* della Società e di Monrif senza tenere conto degli effetti dell'implementazione del principio contabile IFRS 16 sui *leasing* operativi, già adottato nelle rispettive relazioni finanziarie semestrali di Poligrafici e Monrif al 30 giugno 2019; non essendo stati forniti i dati prospettici economici riclassificati ai sensi dell'IFRS 16, si è reso necessario rettificare il valore della posizione finanziaria netta al 30 giugno 2019 per omogeneità con il Piano considerato ai fini della valutazione del Rapporto di Cambio;
- utilizzo di dati previsionali: le metodologie di valutazione adottate si sono basate sui dati prospettici consolidati di Poligrafici e Monrif contenuti nel Piano, dati che per loro natura contengono elementi di incertezza e sono potenzialmente soggetti a variazioni, anche significative, in caso di imprevedibili cambiamenti in generale e, in particolare, del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico di riferimento.

In merito a tale ultimo punto, lo scrivente rileva tuttavia che il Piano di Poligrafici approvato dal *management* della Società, seppur con le dovute limitazioni del lavoro svolto, è stato assoggettato ad *Independent Business Review* da parte di un qualificato soggetto terzo.

I dati previsionali relativi all'esercizio 2019, inoltre, per quanto riguarda il Gruppo Poligrafici sono stati rettificati per tenere conto degli scostamenti, laddove significativi, tra i risultati consuntivi semestrali e le (più favorevoli) attese originariamente incorporate nel Piano.

I. Approccio per le valutazioni di fusione

Nello svolgimento dell'Incarico, lo scrivente ha condotto il proprio lavoro in ottemperanza con i principi e le metodologie diffusi nell'ambito delle valutazioni aziendali, facendo riferimento in particolare ai Principi Italiani di Valutazione ("PIV") emanati nel 2015 dall'Organismo Italiano di Valutazione ("OIV").

Nel caso di fusione tra soggetti non indipendenti, le valutazioni assolvono a funzioni di garanzia societaria, e il rapporto di cambio deve garantire alle minoranze di entrambe le entità, che non vi sia trasferimento di ricchezza.

Le valutazioni di fusione sollevano un problema estimativo il cui obiettivo è la determinazione del rapporto di cambio, ovvero del rapporto tra il valore delle azioni delle società che promuovono l'operazione.

In tale ottica, secondo quanto statuito dai predetti PIV⁷, viene privilegiato il principio di omogeneità relativa dei criteri di valutazione applicati. Ciò in quanto la finalità delle valutazioni di fusione non è tanto la determinazione dei valori dei capitali economici assoluti delle società interessate all'operazione, quanto l'ottenimento di valori tra loro omogenei e dunque confrontabili in sede di determinazione del rapporto di cambio. Per tale ragione, le valutazioni di fusione assumono significato nel loro profilo relativo e non possono essere assunte quali stime del valore assoluto delle società interessate all'operazione.

La Fairness Opinion ha dunque l'obiettivo di indicare se il Rapporto di Cambio relativo alla prospettata Fusione tra la Società e la controllante Monrif sia congruo nel mero contesto specifico dell'Operazione e nel momento in cui verrà approvata. Pertanto, il Rapporto di Cambio non è da intendere quale il miglior prezzo relativo possibile nell'ambito della Fusione tra le parti, né quale espressione dell'unico prezzo relativo nel contesto di un'altra operazione o in un altro momento.

Preme rimarcare che in nessun modo le rappresentazioni numeriche contenute nel presente documento possono essere interpretate come indicazioni di valorizzazioni assolute, sia nell'ambito di valutazioni convenzionali (a titolo esemplificativo, a fini di bilancio), ovvero come stime di valori di cessione, parziale o totale, delle entità oggetto dell'eventuale Operazione.

Un secondo principio sovente richiamato dai PIV fa riferimento, per quanto concerne le operazioni tra soggetti non indipendenti, all'adozione di un'ottica cosiddetta *stand alone*, fondata cioè sulle attuali configurazioni e sulle prospettive future delle società autonomamente considerate, senza tener conto cioè degli effetti, e pertanto anche delle potenziali sinergie, derivanti dalla fusione,

⁷ Si veda in particolare il paragrafo IV.4 "Aspetti valutativi delle fusioni fra soggetti non indipendenti".

suscettibili di creare valore aggiunto per i diversi gruppi di azionisti.

Come già richiamato *supra*, i Piani delle società oggetto di stima sono stati elaborati e considerati in ipotesi di continuità di gestione, senza assumere il beneficio addizionale delle eventuali sinergie di costo derivanti dalla prospettata integrazione.

J. Criteri e parametri di valutazione

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio lo scrivente ha ritenuto opportuno adottare, ai fini della stima del valore delle azioni ordinarie di entrambe le entità, i criteri di valutazione maggiormente condivisi dalla teoria finanziaria e in linea con la migliore prassi professionale, basati: i) sulle evidenze di mercato, sia con riferimento ai corsi di Borsa delle società – entrambe quotate – sia mediante il ricorso ad aziende comparabili, e ii) sulle grandezze fondamentali delle società stesse.

In particolare, la scelta si è orientata sui seguenti criteri:

- i) Metodo delle Quotazioni di Borsa ("Borsa");
- ii) Metodo dei Multipli di Mercato ("Multipli");
- iii) Metodo Finanziario, nella versione del *Discounted Cash Flow* ("DCF").

L'Esperto ha ritenuto opportuno non identificare un criterio principale riscontrando, sulla base degli elementi informativi a disposizione, sia elementi a favore che a sfavore, in termini di significatività, derivanti dall'applicazione di ciascun metodo.

In particolare, il Metodo di Borsa, per quanto oggettivo nelle risultanze fornite e imprescindibile nel caso di specie⁸, a seguito della disponibilità di serie storiche adeguate e non influenzate da eventi straordinari⁹, evidenzia una parziale significatività a seguito del ridotto flottante e del maggior flottante dei titoli oggetto di valutazione, oltre che delle limitate negoziazioni riscontrabili soprattutto per l'azione Monrif, rispetto alla totalità degli strumenti finanziari quotati su Borsa Italiana.

Il Metodo dei Multipli, sintesi delle aspettative del mercato finanziario, risente nella fattispecie del limite di non piena comparabilità delle aziende quotate del settore di riferimento e dell'ampia variabilità nella scelta delle grandezze economiche o finanziarie di riferimento.

Il Metodo DCF, fondato sull'attualizzazione dei flussi di cassa attesi, tenendo conto delle aspettative formulate dalle rispettive direzioni aziendali lungo un orizzonte temporale di breve/medio periodo (nella fattispecie sino al 2023), è ampiamente riconosciuto dalla dottrina accademica e dalla prassi operativa quale criterio dotato dei necessari requisiti di razionalità e dimostrabilità, ma risente nella fattispecie dell'incertezza e delle dinamiche attuali del settore principale di riferimento di Poligrafici e Monrif - l'editoria - contrassegnata da tempo una crisi di ampia portata.

In estrema sintesi, mentre il Metodo di Borsa fornisce un valore "diretto" e dunque facilmente

⁸ Anche sulla base di quanto disposto dai PIV, cfr. paragrafo IV.4.2.

⁹ Si rammenta che l'Operazione non è stata ancora comunicata al mercato.

intellegibile delle aziende oggetto di valutazione, nell'assunto che le quotazioni segnate dai rispettivi titoli sui mercati finanziari siano sufficientemente significative, i metodi di valutazione tradizionali, siano essi "relativi" come il Metodo dei Multipli o "assoluti" come il Metodo DCF, risultano apparentemente più complessi e soggettivi, in quanto necessitano di procedimenti di calcolo ed assunzioni valutative specifiche, nell'ipotesi che la base dati messa a disposizione sia ritenuta affidabile e ragionevole.

Purtuttavia lo scrivente ha ritenuto maggiormente coerente con le esigenze e le finalità dell'Incarico, adottare non solo il criterio di Borsa bensì una pluralità di criteri, al fine di includere nel giudizio finale anche le indicazioni provenienti dai *benchmark* espressi dal mercato finanziario, nonché le informazioni di natura "privata" a disposizione del *management* delle entità e riflesse nella predisposizione dei Piani, approvati dai rispettivi organi amministrativi.

Tenuto conto della natura dei gruppi industriali oggetto di valutazione, e del fatto che Monrif è di fatto la *holding* di partecipazione che controlla Poligrafici, l'Esperto ha ritenuto di applicare sia il Metodo dei Multipli, sia il Metodo DCF con la tecnica della Somma delle Parti, al fine di isolare le singole componenti della valutazione (*legal entity* o *business unit*) e adottare, qualora necessario, ipotesi specifiche per ciascuna.

In particolare, la stima del valore di Poligrafici è stata ottenuta mediante la sommatoria dei valori operativi delle seguenti entità consolidate integralmente dalla Società: i) Business Unit Editoria (afferente alle entità giuridiche: Poligrafici, SuperPrint Editoriale, Speed)¹⁰; ii) Monrif Net; iii) Poligrafici Printing.

A tale valore sono stati sommati algebricamente: a) la posizione finanziaria netta consolidata di Poligrafici alla data più recente¹¹; b) le attività accessorie, identificate negli immobili non strumentali della Società; c) gli interessi di minoranza (relativi nella fattispecie a Monrif Net e Poligrafici Printing), calcolati in funzione del valore *pro quota* del capitale economico (*Equity Value*) delle singole partecipazioni.

Analogamente, la stima del valore di Monrif è stata ottenuta mediante la sommatoria dei valori operativi delle seguenti entità consolidate integralmente dalla stessa Monrif: i) Poligrafici¹²; ii) Monrif Net; iii) Poligrafici Printing; iv) EGA. Sono stati considerati poi il valore attuale del contratto di locazione del "Royal Garden Hotel" (concesso in locazione alla stessa EGA) e il valore attuale dei costi di *holding* di Monrif Spa (dipendenti e organi sociali).

A tale valore sono stati sommati algebricamente: a) la posizione finanziaria netta consolidata di Monrif alla data più recente; b) le attività accessorie, ovvero gli immobili non strumentali di Poligrafici – per la quota parte di Monrif – e della stessa Monrif; c) gli interessi di minoranza (relativi a Poligrafici, Monrif Net e Poligrafici Printing), calcolati in funzione del valore *pro quota* del capitale economico (*Equity Value*) delle singole partecipazioni.

¹⁰ Le grandezze economiche fondamentali e i flussi di cassa della Business Unit Editoria sono stati ottenuti per differenza, partendo dal Piano consolidato di Poligrafici e sottraendo le componenti relative a Monrif Net e Poligrafici Printing.

¹¹ Si fa riferimento al 30 giugno 2019.

¹² Nella sola componente priva dei flussi finanziari di Monrif Net e Poligrafici Printing.

Giova ricordare che, non disponendo di Piani elaborati ai sensi del recente principio contabile IFRS 16, lo scrivente ha rettificato le posizioni finanziarie nette delle società al fine di escludere dalle medesime l'impatto dei *leasing* operativi.

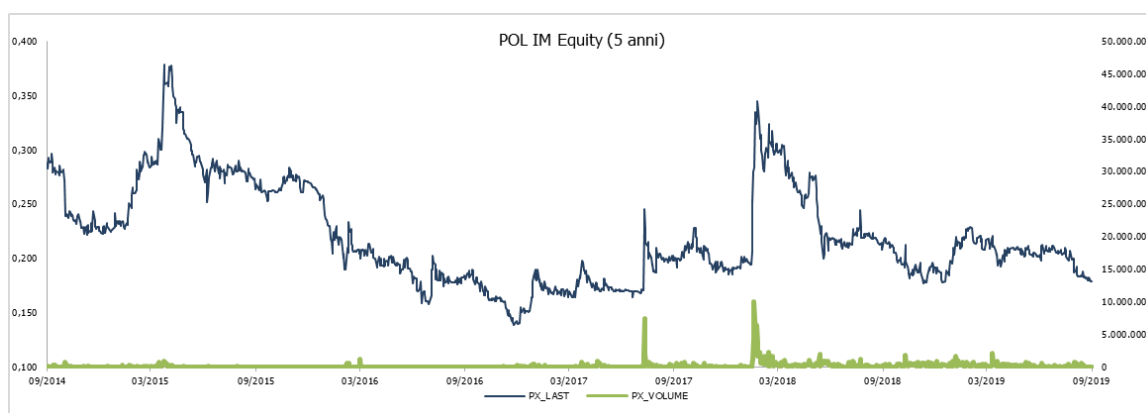
Nei paragrafi seguenti viene descritta l'applicazione dei tre criteri sopra citati.

K. Metodo di Borsa

Il Metodo di Borsa consiste nel riconoscere alla società oggetto di valutazione un valore pari a quello attribuitole dal mercato nel quale le sue azioni sono trattate, individuando negli effettivi prezzi espressi dal mercato stesso, un indicatore del valore del capitale. Tale criterio di valutazione ipotizza, quindi, l'efficienza del mercato in cui l'azienda è quotata e si traduce nella possibilità di identificare il valore della stessa con il valore espresso dai corsi borsistici, rilevati in recenti e appropriati periodi temporali.

Al fine di individuare l'opportuno intervallo temporale di analisi, lo scrivente ha analizzato in dettaglio l'andamento negli ultimi 5 anni dei titoli Poligrafici e Monrif e dell'indice FTSEMIB, espressivo quest'ultimo del *trend* dei prezzi dei titoli quotati nella Borsa Italiana.

Figura 2: Andamento del prezzo e dei volumi negoziati del titolo azionario Poligrafici degli ultimi 5 anni.



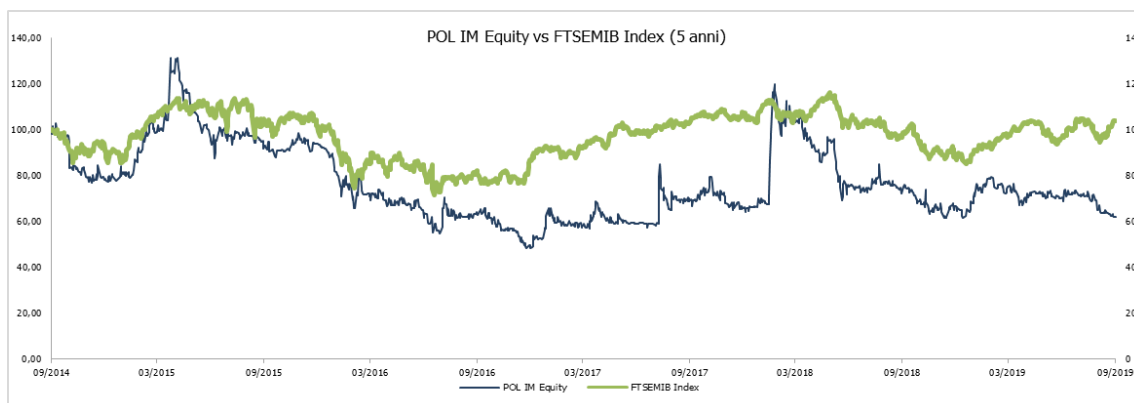
Fonte: Bloomberg.

Come emerge dalla Figura che precede, il titolo Poligrafici ha registrato un valore massimo pari a Euro 0,38 nell'aprile 2015 e un valore minimo pari a Euro 0,14 nel dicembre 2016. Tra queste date si è registrata una variabilità elevata del titolo, così come nel periodo successivo sino al marzo 2018, con valori significativamente al rialzo.

A partire da tale data, si è registrata nuovamente una riduzione dei corsi, con un assestamento nel *range* 0,20 – 0,23 a partire dall'inizio del corrente anno, ed una riduzione a partire dal mese di agosto ultimo scorso, fino ad arrivare all'attuale prezzo di Euro 0,18 per azione.

Considerando invece l'andamento relativo del titolo rispetto all'indice FTSEMIB, come da Figura seguente, si nota che l'azione ordinaria Poligrafici ha sottoperformato rispetto al resto del mercato azionario, con una perdita netta sull'orizzonte quinquennale del -48%, rispetto ad un guadagno del FTSEMIB del +4%. Limitando l'analisi ad un orizzonte semestrale, la perdita di valore è pari al -18%, rispetto ad un guadagno del FTSEMIB pari al +7%.

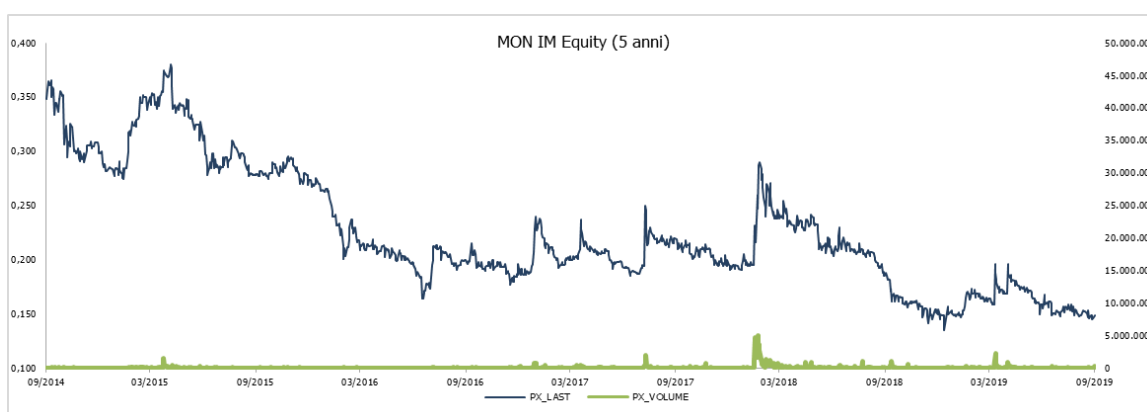
Figura 3: Andamento del prezzo del titolo azionario Poligrafici (espresso mediante numeri indice) comparato con l'indice FTSEMIB (Base 100 = 9 settembre 2014).



Fonte: Bloomberg.

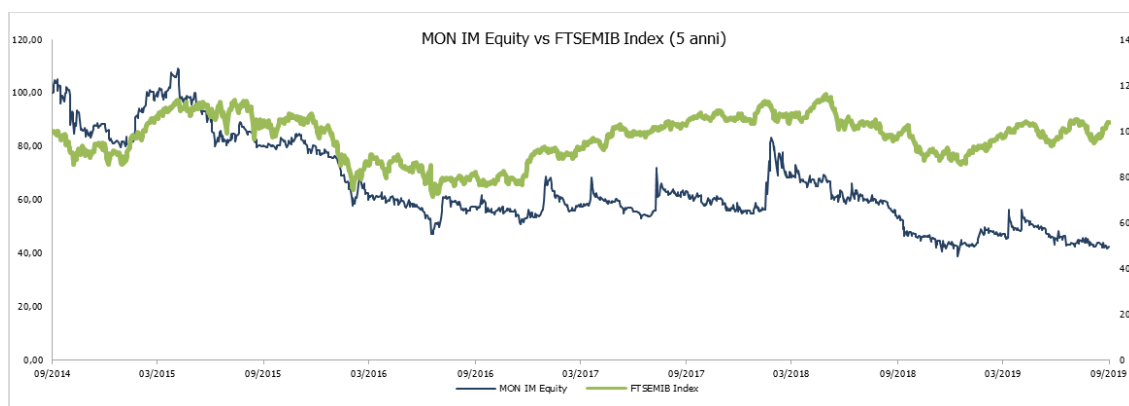
In merito al titolo Monrif, è logicamente prevedibile un andamento simile a quello del titolo Poligrafici, con un valore unitario massimo pari a 0,38 registrato ad aprile 2015 e un valore unitario minimo pari a Euro 0,14 registrato a dicembre 2018, ed una significativa variabilità nel corso degli esercizi passati. A partire dall'inizio del corrente anno i valori si sono attestati tra 0,15 e 0,18 Euro per azione, con un dato recente prossimo ai valori minimi di tale intervallo.

Figura 4: Andamento del prezzo e dei volumi negoziati del titolo azionario Monrif degli ultimi 5 anni.



Fonte: Bloomberg.

Figura 5: Andamento del prezzo del titolo azionario Monrif (espresso mediante numeri indice) comparato con l'indice FTSEMIB (Base 100 = 9 settembre 2014).



Fonte: Bloomberg.

L'andamento relativo del titolo rispetto all'indice FTSEMIB di Borsa Italiana rappresenta una riduzione del valore di Monrif nell'orizzonte quinquennale considerato pari a circa -57%, rispetto al guadagno del +4% del mercato azionario domestico. Su un orizzonte semestrale, la riduzione è stata del -9% rispetto al +7% registrato dall'indice della borsa nazionale.

Tenuto conto delle indicazioni provenienti dai titoli delle entità oggetto della prospettata Fusione, lo scrivente ha dunque ritenuto opportuno limitare l'analisi all'ultimo semestre, al fine di non includere nell'orizzonte temporale fasi non più espressive delle condizioni correnti.

Non si registrano eventi significativi o comunicazioni al mercato di tipo *price sensitive* tali da incidere significativamente sulle variazioni giornaliere di prezzo del titolo, non essendo ancora stata comunicata l'Operazione al mercato alla data del presente Parere.

Oltre ad analizzare l'andamento delle quotazioni per verificare la significatività dei prezzi segnati, al fine di confermare la possibilità di riconoscere a Poligrafici e Monrif un valore in linea con quello attribuito loro dal mercato presso il quale le azioni sono trattate, lo scrivente ha effettuato ulteriori analisi di approfondimento.

I prezzi segnati dai titoli azionari possono infatti essere considerati affidabili indicatori del valore del capitale, qualora le quotazioni si riferiscano a titoli caratterizzati da un livello significativo di flottante e di volumi scambiati, nonché da ridotta volatilità. In queste circostanze, essi incorporano idealmente il giudizio degli investitori relativamente ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e sviluppo e, come tali, risultano validi indicatori per la stima del valore di una società.

Al fine di verificare la significatività dei prezzi segnati da Poligrafici e Monrif, lo scrivente ha proceduto ad analizzare, con riferimento all'ultimo semestre antecedente alla data del presente Parere, i seguenti indicatori:

- ♦ **flottante**¹³: rappresenta le azioni effettivamente in circolazione e liberamente negoziabili in Borsa, non possedute dagli azionisti di controllo o dagli investitori istituzionali: rispetto ad un valore mediano del FTSEMIB pari a circa il 40% (a seconda dell'orizzonte temporale considerato) per Poligrafici tale indicatore risulta pari al 18,7%, collocandosi tra il 10° ed il 12° percentile¹⁴ del paniere, mentre per Monrif esso risulta pari al 28,1%, collocandosi tra il 26° ed il 27° percentile del paniere;

Tabella 1: Statistiche relative al flottante dei titoli azionari Poligrafici e Monrif e del paniere di aziende quotate appartenenti all'indice FTSEMIB.

| FLOTTANTE | | | | | | |
|---------------|-------|---------|-------|----------|-------|-----------|
| Percentili | Media | Mediana | PE | Perc. PE | MRF | Perc. MRF |
| Ultimo mese | 48,9% | 40,2% | 18,7% | 10% | 28,1% | 26% |
| Ultimi 3 mesi | 48,3% | 39,8% | 18,7% | 12% | 28,1% | 27% |
| Ultimi 6 mesi | 48,6% | 40,2% | 18,7% | 10% | 28,1% | 26% |

(Numero di azioni liberamente in circolazione/Numero di azioni emesse). Fonte: Bloomberg.
Dati relativi al paniere di aziende quotate del FTSEMIB, aggiornati al [6] settembre 2019

- ♦ **turnover velocity**¹⁵: espressione del grado di "liquidità" di un titolo azionario, misurabile mediante il rapporto tra il numero di scambi in un determinato periodo e il numero di azioni complessivo della società: rispetto ad una mediana del FTSEMIB per l'ultimo semestre (orizzonte utilizzato sovente dalla prassi) pari a circa il 15%, tale indicatore è risultato per l'azione ordinaria Poligrafici in media pari a circa il 22,1% negli ultimi sei mesi, collocandosi al 60° percentile del paniere, mentre per Monrif esso è risultato pari a 8,7%, collocandosi al 34° percentile del paniere;

¹³ Risulta pari al rapporto tra numero di azioni liberamente in circolazione e numero di azioni emesse. Fonte: Bloomberg.

¹⁴ Si definisce percentile di ordine n , il numero che suddivide la successione dei valori ordinati in senso non decrescente di un campione in due parti, tali che i valori minori o uguali al percentile siano una percentuale uguale a n .

¹⁵ Calcolato come rapporto tra numero di scambi nel periodo di rilevazione e numero di azioni della società. Fonte: Bloomberg.

Tabella 2: Statistiche relative al *turnover velocity* dei titoli azionari Poligrafici e Monrif e del paniere di aziende quotate appartenenti all'indice FTSEMIB.

| TURNOVER VELOCITY | | | | | | |
|--------------------------|-------|---------|-------|----------|------|-----------|
| Percentili | Media | Mediana | PE | Perc. PE | MRF | Perc. MRF |
| Ultimo mese | 4,0% | 1,7% | 3,7% | 68% | 0,3% | 13% |
| Ultimi 3 mesi | 14,0% | 6,4% | 8,1% | 55% | 1,6% | 15% |
| Ultimi 6 mesi | 29,0% | 15,3% | 22,1% | 60% | 8,7% | 34% |

(Numero di scambi/Numero medio di azioni della società).Rielaborazione su dati Bloomberg. Dati relativi al paniere di aziende quotate del FTSEMIB, aggiornati al [6] settembre 2019

- ♦ **volatilità**¹⁶, espressiva dello scostamento medio dei prezzi rispetto alla propria media, e dunque della rischiosità del singolo titolo: rispetto ad un valore mediano del FTSEMIB pari a circa il 32%, per l'azione Poligrafici essa risulta compresa tra il 36,6% e il 42,5% circa nei differenti periodi di osservazione, collocandosi tra il 62° e il 75° percentile del paniere mentre per Monrif tra il 44,0% e il 48,2%, collocandosi tra il 78° e l' 82° percentile del paniere;

Tabella 3: Statistiche relative alla volatilità dei titoli azionari Poligrafici e Monrif e del paniere di aziende quotate appartenenti all'indice FTSEMIB.

| VOLATILITA' | | | | | | |
|--------------------|-------|---------|-------|----------|-------|-----------|
| Percentili | Media | Mediana | PE | Perc. PE | MRF | Perc. MRF |
| Ultimo mese | 38,0% | 32,2% | 36,6% | 62% | 44,0% | 78% |
| Ultimi 3 mesi | 38,0% | 32,0% | 38,8% | 69% | 45,9% | 81% |
| Ultimi 6 mesi | 38,3% | 32,0% | 42,5% | 75% | 48,2% | 82% |

Dev. standard annualizzata delle var. di prezzo dei 360 giorni di Borsa più recenti. Fonte: Bloomberg. Dati relativi al paniere di aziende quotate del FTSEMIB, aggiornati al [6] settembre 2019

Le analisi effettuate consentono di evidenziare come l'andamento delle quotazioni rilevate nei periodi recenti (ultimo mese, ultimi 3 mesi, ultimi 6 mesi) possa ritenersi parzialmente rappresentativo del valore del capitale di Poligrafici e di Monrif ai fini della presente Fairness Opinion, in ragione di un ridotto flottante e di una volatilità più accentuata rispetto al mercato in generale. In merito al rapporto di *turnover velocity* - *proxy* della liquidità -, si segnala una significatività adeguata per Poligrafici, ed inferiore per Monrif.

Nella Tabella che segue vengono sintetizzate le quotazioni medie e mediane dei titoli delle società, e le medie aritmetiche ponderate per i volumi scambiati calcolate su diversi orizzonti temporali alla data del 6 settembre 2019, ultimo giorno di negoziazione considerato ai fini della presente

¹⁶ Misurato tramite la deviazione *standard* su base annua delle variazioni di prezzo dell'azione e/o dell'indice di riferimento, calcolate su un orizzonte temporale di 360 giorni più recenti. Fonte: Bloomberg.

Fairness Opinion.

Tabella 4: Rilevazioni dei prezzi medi e mediani e dei prezzi medi ponderati per i volumi scambiati dei titoli azionari Poligrafici e Monrif sino al 6 settembre 2019, calcolate su differenti orizzonti temporali.

| | POLIGRAFICI | MONRIF |
|---------------------------|--------------------|--------------------|
| | Prezzo un. Euro | Prezzo un. Euro |
| Dati al 06/09/2019 | 0,18 | 0,15 |
| MEDIA ULTIMO MESE | 0,19 | 0,15 |
| MEDIA ULTIMI 3 MESI | 0,20 | 0,15 |
| MEDIA ULTIMI 6 MESI | 0,20 | 0,16 |
| MEDIA POND. ULTIMO MESE | 0,19 | 0,15 |
| MEDIA POND. ULTIMI 3 MESI | 0,20 | 0,15 |
| MEDIA POND. ULTIMI 6 MESI | 0,20 | 0,18 |
| MEDIANA ULTIMO MESE | 0,19 | 0,15 |
| MEDIANA ULTIMI 3 MESI | 0,20 | 0,15 |
| MEDIANA ULTIMI 6 MESI | 0,21 | 0,16 |

In relazione alla stima del valore relativo di Poligrafici e Monrif, lo scrivente ha fatto riferimento, come già specificato, alle quotazioni di Borsa registrate negli intervalli temporali sopra citati. In particolare, il *range* di valori è stato determinato calcolando, con riferimento ai prezzi registrati nei vari periodi, la media ponderata per i rispettivi volumi di negoziazione.

Il valore per azione di Poligrafici risulta dunque compreso tra 0,19 e 0,20 Euro per azione, mentre il valore per azione di Monrif risulta compreso tra 0,15 e 0,18 Euro per azione.

Il Rapporto di Cambio, stimato mediante l'applicazione del Metodo di Borsa per entrambe le entità, risulta dunque compreso tra 1,16 (derivante dal rapporto tra i valori unitari massimi) e 1,24 (derivante dal rapporto tra i valori unitari minimi) azioni ordinarie Monrif per ogni azione ordinaria Poligrafici.

Come richiamato in precedenza, in funzione del ridotto flottante e della maggiore volatilità che hanno contraddistinto i titoli azionari Poligrafici e Monrif rispetto alla media del mercato borsistico italiano, unitamente al ridotto numero di scambi per il titolo Monrif, lo scrivente ha ritenuto opportuno non ricorrere al solo Metodo di Borsa, pur ritenendolo un riferimento imprescindibile nella fattispecie, associando allo stesso ulteriori criteri di valutazione riconosciuti dalla prassi operativa, identificati nel Metodo dei Multipli e nel Metodo DCF.

L. Metodo dei Multipli

Il Metodo dei Multipli stima il valore del capitale di un'azienda sulla base dei prezzi negoziati nei mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili alla

società oggetto di valutazione. Scopo del metodo è sviluppare rapporti fondati sugli effettivi prezzi di quotazione dei titoli delle società comparabili e finalizzati ad individuare la relazione che lega il prezzo di mercato delle imprese con variabili economiche aziendali fondamentali.

Lo schema di applicazione dell'approccio alla valutazione di un'impresa basato sui multipli si compone di quattro momenti principali:

- ◆ la scelta di un campione di società comparabili;
- ◆ il calcolo dei multipli per le società selezionate;
- ◆ il calcolo dei multipli medi o mediani delle società del campione selezionato;
- ◆ l'applicazione dei multipli medi o mediani individuati all'azienda oggetto di stima.

Attraverso il calcolo dei multipli, si opera una sintesi dei diversi profili di rischio operativo e finanziario, oltre che delle prospettive di crescita delle società che operano nel medesimo settore.

Con riferimento all'applicazione del Metodo dei Multipli, è stata svolta dallo scrivente un'indagine sulle società quotate comparabili. In particolare, per quanto concerne le attività editoriali e pubblicitarie di Poligrafici è stato impiegato un *panel* di aziende europee, riferibile al medesimo segmento di operatività. Pur nella specificità delle singole imprese quotate del paniere, non direttamente comparabili alla Società, lo scrivente ritiene che le statistiche relative a tali società possano rilevare adeguate *proxy* per le entità oggetto di valutazione.

In merito alle attività svolte dal Gruppo nei settori *new media* e *printing*, non è stato individuato un numero sufficiente di comparabili sui mercati finanziari internazionali al fine di fornire una sintesi adeguata, e si è dunque scelto di adottare il medesimo campione scelto per l'editoria, essendo in particolare il segmento *printing* ad esso particolarmente correlato.

E' stato invece ovviamente individuato un paniere differente per le attività alberghiere in capo a Monrif (le cui attività sono svolte tramite la controllata EGA).

L'analisi dei multipli con riferimento ai campioni così individuati, è stata svolta sui seguenti rapporti (tra parentesi viene riportata la più comune espressione anglosassone, con i rispettivi acronimi):

- ◆ Valore Operativo / Ricavi di vendita (*Enterprise Value / Sales - EV/SALES*);
- ◆ Valore Operativo / Margine Operativo Lordo (*Enterprise Value / Earning Before Interest Taxes Depreciation and Amortization- EV/EBITDA*).

Preme inoltre sottolineare che, in linea con la comune prassi in merito, l'analisi condotta si è focalizzata sui multipli *leading*, ovvero su valori previsionali delle grandezze di riferimento.

I moltiplicatori delle aziende del campione sono stati dunque ottenuti confrontando le capitalizzazioni di Borsa rilevate, al lordo dell'indebitamento finanziario netto, con i risultati previsti per il 2019, 2020 e 2021 e derivati dal *consensus* degli analisti. Non risultano disponibili stime relative alle grandezze economiche attese per i comparabili per gli esercizi successivi al 2021.

Tenuto anche conto della natura dei *business* di riferimento, l'analisi è stata focalizzata sul multiplo EV/EBITDA, che peraltro risulta in generale la migliore *proxy* disponibile del flusso di cassa operativo di un'impresa e dunque si avvicina alla logica dei criteri finanziari. Inoltre, i valori emersi dall'analisi degli altri moltiplicatori sono risultati particolarmente volatili, e hanno offerto risultati caratterizzati da una dispersione significativa.

Per il *panel* dell'editoria considerato, si è calcolata la mediana del multiplo EV/EBITDA. Dalle evidenze empiriche emerge un valore mediano compreso tra 7,3x e 7,6x, a seconda del periodo temporale di riferimento (media *consensus* triennio 2019/2021 vs. 2019).

Analogamente, per il settore alberghiero è stato rilevato un rapporto EV/EBITDA mediano compreso tra 13,2x e 14,0x. Tenuto conto della significativa differenza dimensionale della *legal entity* di riferimento (EGA) rispetto ai componenti del campione del *business* alberghiero, si è ritenuto opportuno scontare tali moltiplicatori del 25%, addivenendo ad un intervallo compreso tra 9,9x e 10,5x.

Al fine di stimare il Valore Operativo della Società, il multiplo di Borsa mediano è stato dunque applicato alle corrispondenti grandezze economiche delle singole parti del Gruppo Poligrafici da una parte, e delle componenti costitutive del gruppo Monrif dall'altra. In particolare, per quanto concerne le grandezze economiche del 2019, preme sottolineare che sono stati impiegati per la Società i dati di EBITDA 2019 Adjusted, rettificati al ribasso alla luce degli scostamenti tra i risultati consuntivi della semestrale al 30 giugno 2019 e le attese originarie espresse nel Piano.

Poiché i multipli dell'*Enterprise Value* esplicitano il valore dell'impresa nel suo complesso, ovvero sia del capitale di rischio che di debito, analogamente a quanto realizzato, come si vedrà oltre, nell'applicazione del Metodo DCF, al fine di stimare il valore del capitale economico ("*Equity Value*") chi scrive ha proceduto ad apportare a tale valore le opportune rettifiche, valorizzando separatamente:

- i) il valore della Posizione Finanziaria Netta ("PFN");
- ii) il valore delle Attività Accessorie;
- iii) il valore degli Interessi di Minoranza ("Minorities").

In merito alla Posizione Finanziaria Netta di Poligrafici, essa risulta nella Relazione Finanziaria semestrale consolidata della Società al 30 giugno 2019 (ultimo dato disponibile) pari a 40,4 milioni di Euro. Tale dato è comprensivo dell'impatto del nuovo principio contabile IFRS 16, ovvero è espresso al lordo dei debiti finanziari per *leasing* operativi contratti dal Gruppo.

Il medesimo dato relativo a Monrif, riporta una posizione finanziaria netta consolidata pari a 98,6 milioni di Euro.

Dal momento che i dati prospettici (segnatamente, ai fini dell'applicazione del criterio, gli EBITDA) non incorporano gli effetti dell'applicazione del nuovo IFRS 16, e non essendo stata fornita dal *management* della Società una riclassificazione degli stessi, le PFN delle due entità sono state rettificate dell'impatto di tale principio contabile¹⁷. Inoltre, tale importo è stato depurato altresì delle azioni proprie possedute e di quelle teoricamente annullabili¹⁸.

Tra le Attività Accessorie è stato considerato, per entrambe le società, il patrimonio immobiliare non strumentale valorizzato a presumibili valori di mercato o di perizia, scontati del 30% a seguito della probabile difficile liquidabilità, almeno in termini di tempistica, dei cespiti.

¹⁷ Pari, rispettivamente, a 13,0 milioni di Euro per Poligrafici e a 48,7 milioni di Euro per Monrif.

¹⁸ Si fa riferimento alle azioni proprie Poligrafici, pari a 5.663.920, e alle azioni ordinarie Monrif possedute da Poligrafici, pari a 2.668.880.

Gli Interessi di Minoranza sono stati calcolati *pro quota* sulla base dei valori di capitale economico (*Equity Value*) delle singole società.

Alla luce delle ipotesi adottate e delle stime condotte, il valore per azione di Poligrafici risulta compreso tra 0,10 e 0,25 Euro per azione, mentre il valore per azione di Monrif risulta compreso tra 0,09 e 0,19 Euro per azione¹⁹.

Il Rapporto di Cambio, stimato mediante l'applicazione del Metodo dei Multipli per entrambe le entità, risulta dunque compreso tra 1,06 (derivante dal rapporto tra i valori unitari minimi) e 1,31 (derivante dal rapporto tra i valori unitari massimi) azioni ordinarie Monrif per ogni azione ordinaria Poligrafici.

M. Metodo DCF

L'applicazione del Metodo DCF si basa su considerazioni relative alla capacità dell'azienda di creare valore, a partire dalla sua gestione operativa e dalla struttura finanziaria. Secondo il metodo finanziario il valore dell'azienda è pari alla somma delle seguenti componenti:

- ◆ il Valore Operativo (*Enterprise Value*), determinato sulla base dei flussi di cassa operativi (FCFO – *Free cash flow from Operation*) che l'azienda sarà in grado di generare in futuro, scontati ad un tasso di attualizzazione pari al costo medio ponderato del capitale. Esso è dato dalla sommatoria dei flussi di cassa nel periodo di proiezione esplicita dei flussi del Piano e del *Terminal Value* o valore residuo ("TV"), che rappresenta il valore dell'impresa oltre l'orizzonte di Piano;
- ◆ la Posizione Finanziaria Netta dell'azienda;
- ◆ l'eventuale valore di Attività Accessorie non considerate, per specifiche ragioni metodologiche, nei flussi di cassa operativi;
- ◆ il valore degli Interessi di Minoranza (*Minorities*).

I flussi di cassa operativi

Per la determinazione dei flussi di cassa operativi prospettici, come anticipato per Poligrafici si è fatto riferimento all'ultimo documento previsionale approvato dalla Società in data 14 marzo 2019, e riferito al periodo 2019–2023. In merito a Monrif sono state considerate, addizionalmente al Piano di Poligrafici, le elaborazioni prospettiche relative alle attività alberghiere per il medesimo periodo.

Al fine di applicare la tecnica della somma delle parti, il Piano del Gruppo Poligrafici è stato disaggregato per le principali entità (Monrif Net e Poligrafici Printing), isolando le attività della Business Unit Editoria.

Le proiezioni dei Piani incorporano le migliori stime della direzione aziendale in merito alle azioni strategiche che le società intendono porre in essere.

¹⁹ Si richiama l'attenzione sui principi di valutazione enunciati al paragrafo I in merito alla finalità della stima e alla configurazione di valore adottata.

Più in particolare, le principali ipotesi su cui è stato sviluppato il Piano di Poligrafici sono le seguenti:

- ◆ sviluppo di nuovi prodotti editoriali con allegati tematici, aumento dei prezzi e riduzione dei costi operativi (specialmente consumi e costi di struttura);
- ◆ linea di sviluppo della concessionaria Speed basata su nuove concessioni e internazionalizzazione;
- ◆ nuovi accordi strategici di Poligrafici Printing per la stampa di quotidiani di editori terzi e alleanze di natura editoriale e/o pubblicitaria con editori locali e nazionali;
- ◆ sviluppo di progetti in ambito digitale da parte di Monrif Net mediante arricchimento dei contenuti di informazione con il trasferimento di quelli cartacei e lo sviluppo di portali verticali.

Tenuto conto della Data di Riferimento, i flussi di cassa operativi sono stati considerati a partire dal secondo semestre 2019. In particolare, a seguito degli scostamenti dei risultati consuntivi della semestrale 2019 rispetto alle attese del Piano, i dati di Poligrafici attesi per il 31 dicembre 2019 sono stati rettificati dal *management*, mediante stima dei corrispondenti dati 2019 Adjusted.

Alla luce dell'evoluzione attesa nei Piani, e tenuto conto del minore orizzonte temporale coperto dall'*Independent Business Review* di Deloitte, i flussi di cassa operativi sono stati determinati sulla base delle previsioni del Piano formulate limitatamente al periodo 2019 (II semestre) – 2022, escludendo dunque le previsioni per l'ultimo esercizio, caratterizzate peraltro da dinamiche di crescita più ottimistiche rispetto agli esercizi precedenti²⁰.

Tali flussi di cassa, considerati al netto dell'imposizione effettiva, sono stati attualizzati alla Data di Riferimento, mediante l'impiego dei costi medi ponderati del capitale descritti *infra*.

I tassi di attualizzazione

Nel caso di specie, il tasso di attualizzazione è stato individuato per ogni settore nel costo medio ponderato del capitale (*weighted average cost of capital – wacc*), calcolato come media ponderata dei tassi di rendimento richiesti dai fornitori di capitale di debito (K_d) e di capitale di rischio (K_e).

In particolare, per la stima del costo del debito (K_d), chi scrive ha adottato quale parametro espressivo del tasso privo di rischio (R_f) il rendimento degli *Interest Rate Swap* a 10 anni relativi all'area Euro, stimato pari allo 0,6%, incrementato del *country spread* tra i rendimenti dei titoli di stato italiani a 10 anni e gli *IRS* dell'area Euro con medesima scadenza, stimato pari al 2,1%²¹.

In merito alla stima dello *spread* sull'indebitamento finanziario, è stata effettuata un'analisi dell'onerosità della struttura finanziaria della Società ed è stato stimato un valore del parametro pari al 4,0%, sulla base delle condizioni applicate recentemente a Poligrafici dagli istituti di credito finanziari.

Il *tax rate* adottato nel calcolo dello scudo fiscale del debito è l'aliquota d'imposta IRES, pari al 24,0%. Il costo del debito, al lordo delle conseguenze fiscali, è risultato dunque pari a 5,1%.

²⁰ A titolo esemplificativo, gli EBITDA del Gruppo Poligrafici crescono del 38% tra il 2022 e il 2023, con una marginalità (EBITDA/SALES) che passa dall'8,6% all'11,7%.

²¹ I valori fanno riferimento ai dati medi registrati negli ultimi 12 mesi, in linea con quelli correnti.

Il costo del capitale di rischio (K_e) è stato ottenuto applicando il modello del "Capital Asset Pricing Model (CAPM)", secondo la nota relazione:

$$K_e = R_f + \beta \cdot (R_m - R_f) = R_f + \beta \cdot MRP$$

Per quanto concerne la componente del costo del capitale proprio (*cost of equity*), il tasso privo di rischio (R_f) è il medesimo adottato per la stima del costo del capitale di debito. Il premio per il rischio di mercato (*Market Risk Premium - MRP*) è stato stimato pari al 6,4%, in linea con la più recente prassi accademica e professionale²².

I parametri utilizzati nella stima dei tassi di attualizzazione (beta e posizione finanziaria netta) sono stati determinati sulla base del medesimo paniere di società comparabili operanti nel settore dell'editoria e dell'*hotellerie*, già individuati nell'applicazione del Metodo dei Multipli, con opportuna esclusione delle società caratterizzate da coefficienti di determinazione R^2 non significativi²³.

Le analisi effettuate hanno condotto alla stima di un coefficiente beta (β) *levered* pari a 0,9 per il settore editoria, e pari a 1,0 per il settore alberghiero, ottenuti a partire dai valori mediani registrati per i *panel* di società comparabili e tenendo conto delle considerazioni sulla struttura finanziaria esposte di seguito.

Ai fini della stima della struttura finanziaria, ossia della definizione dei pesi del capitale di debito e di quello di rischio, è possibile in via logica:

- ◆ fare riferimento alla struttura finanziaria della società alla data di riferimento della valutazione espressa in termini di valori correnti di mercato;
- ◆ fare riferimento alla struttura finanziaria prospettica della società, definibile sulla base di valori medi di mercato delle due componenti di capitale, rilevate a partire da un campione di imprese comparabili;
- ◆ ricorrere a valori medi del capitale proprio e del capitale di debito previsti dal *management* e incorporati nelle ipotesi di Piano.

Lo scrivente ha fatto riferimento alla struttura finanziaria prospettica definibile sulla base di valori di mercato rilevati a partire dai campioni di imprese comparabili già precedentemente citati. Tali campioni esprimono rispettivamente un rapporto di indebitamento mediano pari al 42% delle fonti di finanziamento complessive espresse a valori di mercato per il settore editoria, e pari al 21% per il settore alberghiero.

²² P. Fernandez, M. Martinez, I.F. Acin, IESE Business School "Market Risk Premium and Risk-Free Rate Used for 69 Countries in 2019: A Survey".

²³ Per una regressione lineare semplice, quale nel caso di stima del coefficiente beta, il coefficiente di determinazione è la proporzione di variazione totale della variabile dipendente spiegata da quella indipendente. In sintesi, serve per misurare quanto della variabile dipendente sia predetto dalla variabile indipendente e, quindi, per valutare la bontà dell'equazione di regressione ai fini della previsione sui valori della variabile indipendente.

Sulla base delle analisi esposte, il tasso di attualizzazione (*wacc*) stimato per le attività editoriali delle due entità è risultato pari a 7,1% (a valori arrotondati), mentre il *wacc* stimato per le attività alberghiere di Monrif è risultato pari a 8,0% (a valori arrotondati).

Il *Terminal Value* o valore residuo (TV)

Il *Terminal Value* è stato calcolato sulla base di un flusso di cassa operativo che possa rappresentare adeguatamente il flusso medio-normale generabile dalle entità oltre l'orizzonte temporale di Piano.

Tale flusso è stato determinato stimando il NOPAT²⁴ di lungo termine, secondo le seguenti ipotesi:

- i) EBITDA pari alla media del periodo 2019/2021 o del periodo 2019/2022;
- ii) investimenti di lungo termine pari agli ammortamenti;
- iii) imposizione fiscale figurativa sui redditi operativi;
- iv) variazioni di capitale circolante nulle.

Lo scrivente ha poi ipotizzato, limitatamente al settore editoria, una decrescita dei ricavi e degli investimenti nel lungo termine, rispetto al valore stimato per l'ultimo anno dell'orizzonte esplicito utilizzato (2022), ad un tasso ("g") negativo e pari a -1,5%, in considerazione della probabile evoluzione del settore al termine dell'orizzonte di piano. Accreditate fonti, infatti, prevedono risultati negativi per il medio termine (CAGR -4,1% per editoria; -3,6% per pubblicità²⁵).

Il flusso di cassa operativo oltre Piano del settore alberghiero di Monrif è stato invece capitalizzato ipotizzando un tasso di crescita "g" pari a +1,5%, in linea con l'inflazione attesa per l'Italia nei prossimi tre anni²⁶.

La Posizione Finanziaria Netta e le Attività Accessorie delle società sono le medesime adottate per l'applicazione del Metodo dei Multipli. Si ricorda che le PFN di Poligrafici e Monrif sono state rettifiche per tenere conto della mancata adozione del principio contabile IFRS 16 nella redazione dei piani prospettici, e che il valore degli immobili non strumentali è stato considerato pari al valore presumibile di mercato o di perizia, scontato del 30% per la probabile difficile liquidabilità dei cespiti.

Gli Interessi di Minoranza sono stati calcolati *pro quota* sulla base dei valori di capitale economico (*Equity Value*) delle singole società.

Alla luce delle ipotesi adottate e delle stime condotte, il valore per azione di Poligrafici risulta compreso tra 0,21 e 0,25 Euro per azione, mentre il valore per azione di Monrif risulta compreso tra 0,15 e 0,17 Euro per azione²⁷.

²⁴ Acronimo anglosassone per il *Net Operating Profit After Tax*, ovvero il reddito operativo al netto delle imposte.

²⁵ PwC, "Entertainment & Media Outlook in Italy 2018-2022".

²⁶ Fonte: Bloomberg.

²⁷ Si richiama l'attenzione sui principi di valutazione enunciati al paragrafo I in merito alla finalità della stima e alla configurazione di valore adottata.

Il Rapporto di Cambio, stimato mediante l'applicazione del Metodo DCF per entrambe le entità, risulta dunque compreso tra 1,42 (derivante dal rapporto tra i valori unitari minimi) e 1,45 (derivante dal rapporto tra i valori unitari massimi) azioni ordinarie Monrif per ogni azione ordinaria Poligrafici.

N. Conclusioni

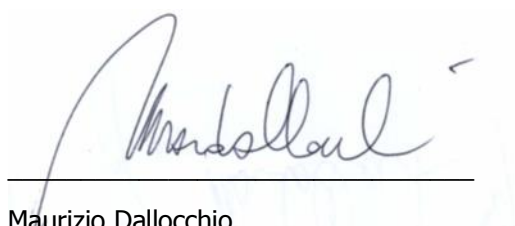
L'analisi delle risultanze dei tre metodi di valutazione adottati dallo scrivente non conduce all'identificazione di un intervallo di valori comune al quale riferirsi per la definizione del Rapporto di Cambio, se non per i criteri di mercato (Metodo di Borsa e Metodo dei Multipli). L'intervallo suddetto risulta compreso tra 1,16 e 1,24 azioni Monrif per ogni azione Poligrafici.

Occorre tuttavia rimarcare che i suddetti metodi, oltre che poggiare entrambi, seppur con riferimenti e assunzioni diverse, sulle indicazioni provenienti dai cosiddetti mercati "attivi", soffrono del limite della parziale significatività dei corsi di Borsa delle entità oggetto di valutazione, nonché dell'ampia variabilità delle ipotesi adottabili, nella fattispecie, per l'applicazione dei moltiplicatori di comparabili quotati.

Tenuto conto dell'indubbio rilievo, a parere dell'Esperto, delle ulteriori e differenti indicazioni rinvenibili dall'applicazione del Metodo Finanziario (DCF), basate su informazioni di natura "privata" in merito ai fondamentali delle società nel breve/medio termine, si ritiene che il Comitato possa altresì considerare ragionevole includere nelle proprie considerazioni le risultanze di tale criterio, seppur distanti dall'intervallo di valori determinato con i criteri di mercato, con la finalità di perseguire obiettivi di coerenza e completezza nel procedimento di giudizio della congruità dal punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio.

I tre criteri di valutazione possono infatti essere considerati, nel caso di specie, equiparabili in termini di importanza, tenuto conto dei pregi e difetti di entrambi descritti nel paragrafo J. Per questo motivo, lo scrivente ritiene coerente e razionale prendere a riferimento i valori medi derivanti, rispettivamente, dal rapporto tra i valori minimi unitari e dal rapporto tra i valori massimi unitari di ciascuno dei tre metodi, addivenendo ad una **stima del Rapporto di Cambio compresa tra 1,24 e 1,31 azioni Monrif per ogni azione Poligrafici.**

Alla luce delle analisi e delle considerazioni svolte, e sulla base delle ipotesi e limitazioni rassegnate, tale intervallo è in grado di rappresentare, a parere dello scrivente, un Rapporto di Cambio congruo dal punto di vista finanziario, per la prospettata Fusione di Poligrafici in Monrif.



Maurizio Dallocchio

Professore Ordinario di Finanza Aziendale
Università Bocconi

Partner
DGPA & Co. Srl