



RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE RELATIVA AL PROGETTO DI FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI MEDIA GROUP SRL IN NETWEEK SPA AI SENSI DELL'ARTICOLO 2501-SEXIES DEL CODICE CIVILE

Agli Azionisti di
Netweek SpA

Ai Soci di
Media Group Srl

1 *Motivo, oggetto e natura dell'incarico*

A seguito di istanza di nomina sottoscritta da Netweek SpA (“Netweek” o “Società Incorporante”) e Media Group Srl (“Media Group” o “Società Incorporanda” e, congiuntamente a Netweek, le “Società” o le “Società Partecipanti alla Fusione”), PricewaterhouseCoopers SpA (“PwC”) ha ricevuto dal Tribunale di Lecco, con decreto 600/2022 del 10 maggio 2022 e successiva conferma del 16 settembre 2022, l'incarico di redigere, in qualità di esperto designato ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies, commi 3 e 4, del Codice Civile, la relazione sulla congruità del rapporto di cambio nell'ambito della fusione per incorporazione di Media Group in Netweek (la “Fusione” o l’“Operazione”).

Per le finalità connesse allo svolgimento del nostro incarico, abbiamo ricevuto dal Consiglio di Amministrazione di Netweek e dall'Amministratore Unico di Media Group (congiuntamente, gli “Amministratori”), tra l'altro, la seguente documentazione:

- il progetto di fusione approvato in data 11 agosto 2022 dai Consigli di Amministrazione, redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile (il “Progetto di Fusione”);
- le relazioni illustrative predisposte dagli Amministratori e approvate in data 11 agosto 2022 e successivamente integrate in accordo con il consiglio di amministrazione di Netweek del 30 settembre 2022 (“Relazioni degli Amministratori” o “Relazioni”), che illustrano e giustificano sotto il profilo giuridico ed economico, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile, il Progetto di Fusione e, in particolare, il rapporto di cambio delle azioni (il “Rapporto di Cambio”), nonché i criteri di determinazione dello stesso;
- le situazioni patrimoniali delle Società Partecipanti alla Fusione ai sensi dell'articolo 2501-quater del Codice Civile (le “Situazioni Patrimoniali”).

Il Progetto di Fusione sarà sottoposto all'approvazione delle Assemblee dei soci di Netweek e di Media Group (congiuntamente, le “Assemblee”).

2 *Sintesi dell'Operazione*

Nel corso dell'ultima parte del 2021 e nei primi mesi del 2022 il *management* di Netweek, supportato da D Holding Srl (“D Holding”), socio di maggioranza di Netweek in quanto titolare del 65,3% del

PricewaterhouseCoopers SpA

Sede legale: **Milano** 20145 Piazza Tre Torri 2 Tel. 02 77851 Fax 02 7785240 Capitale Sociale Euro 6.890.000,00 i.v. C.F. e P.IVA e Reg. Imprese Milano Monza Brianza Lodi 12979880155 Iscritta al n° 119644 del Registro dei Revisori Legali - Altri Uffici: **Ancona** 60131 Via Sandro Totti 1 Tel. 071 2132311 - **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 080 5640211 - **Bergamo** 24121 Largo Belotti 5 Tel. 035 229691 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 051 6186211 - **Brescia** 25121 Viale Duca d'Aosta 28 Tel. 030 3697501 - **Catania** 95129 Corso Italia 302 Tel. 095 7532311 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 055 2482811 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 010 29041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 081 36181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049 873481 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 091 349737 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521 275911 - **Pescara** 65127 Piazza Ettore Troilo 8 Tel. 085 4545711 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 29 Tel. 06 570251 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 011 556771 - **Trento** 38122 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461 237004 - **Treviso** 31100 Viale Felissent 90 Tel. 0422 696911 - **Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 040 3480781 - **Udine** 33100 Via Poscolle 43 Tel. 0432 25789 - **Varese** 21100 Via Albuzzi 43 Tel. 0332 285039 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 045 8263001 - **Vicenza** 36100 Piazza Pontelandolfo 9 Tel. 0444 393311



capitale di Netweek, e la famiglia Sciscione, alla quale fa capo Media Group, hanno avviato trattative per realizzare un'operazione di aggregazione delle attività svolte da Netweek con una parte delle attività svolte da alcune società direttamente o indirettamente riconducibili alla famiglia Sciscione.

Come evidenziato dagli Amministratori nel Progetto di Fusione:

- Netweek è la società capogruppo di una serie di società leader nell'editoria locale sia cartacea che digitale, presente in 5 regioni con 50 testate cartacee e 40 siti digitali; nel corso del 2021 ha avviato un progetto di espansione nel settore delle televisioni locali, riuscendo ad ottenere quattro concessioni in Lombardia, Piemonte, Valle d'Aosta e Liguria. La società è quotata al mercato MTA gestito da Borsa Italiana e l'azionista di riferimento è D Holding;
- Media Group è una società operante nel settore pubblicitario che ha come attività principale la concessione di canali televisivi regionali. Fondata nel 2020, nello stesso anno ha acquistato un ramo d'azienda di proprietà della società ABC Srl, contenente le autorizzazioni relative a 8 canali TV. Dal 2022 Media Group è diventata la concedente diretta di spazi televisivi su ulteriori 5 canali TV, attività precedentemente svolta da Promo Srl che ricopriva il ruolo di concedente di spazi televisivi in favore delle emittenti regionali clienti, mentre dal 2022 la stessa Promo Srl opera come società pubblicitaria addetta alla gestione del palinsesto.

Sulla base di quanto riportato dagli Amministratori nella Relazioni, le ragioni che hanno portato alle parti a ricercare un accordo di *partnership* sono state:

- da un lato, Netweek, pur presentando elementi di miglioramento nei risultati aziendali rispetto agli anni precedenti soprattutto per quanto riguarda il controllo dei costi operativi, ricercava soluzioni di rafforzamento del *business*, al fine di individuare potenziali percorsi di integrazione con soggetti capaci di aprire alla medesima Netweek nuove opportunità di sviluppo commerciale, alla ricerca di soluzioni sia finanziarie che industriali che potessero consentirle di continuare ad operare in continuità aziendale,
- dall'altro lato, la famiglia Sciscione, indirettamente titolare, tra le altre attività, di una serie di concessioni televisive locali, nonché di una struttura funzionale al commercio online e tramite televendita di svariate categorie di prodotti, ricercava un'esposizione commerciale attraverso la ricerca di sinergie con soggetti in grado di aprire a nuove opportunità di sviluppo.

In tale contesto, il 27 gennaio 2022 è stato sottoscritto un memorandum di intesa finalizzato alla creazione della *partnership* tra D Holding, GMH SpA (l "GMH"), socio titolare dell'intero capitale di GM24 Srl ("GM24") e le signore Vassiliki Tzevili e Jana Masova, socie al 50% ciascuna di Media Group.

GM24 e Media Group risultano controllate, direttamente o indirettamente, dalla famiglia Sciscione.

Tale memorandum di intesa prevedeva la fusione per incorporazione in Netweek di GM24 e Media Group in un'ottica di promozione delle potenziali sinergie derivanti dalla relativa *business combination* (il "Progetto di Fusione Originario").

Il Progetto di Fusione Originario era subordinato, *inter alia*:

- (i) all'esito positivo di una completa *due diligence* su ciascuna tra Netweek, GM24 e Media Group;
- (ii) alla definizione del rapporto di concambio tra le azioni di Netweek, da un lato, e le quote di GM24 e Media Group, dall'altro lato; e
- (iii) al ricevimento di manifestazioni di interesse – anche non vincolanti – alla sottoscrizione di un aumento di capitale rivolto al mercato, da liberarsi successivamente all'eventuale



perfezionamento del Progetto di Fusione Originario, al fine specifico di reperire finanza esterna a sostegno dell'operatività di GM24 e potenziarne le prospettive di *business*, nell'ottica della futura integrazione con Netweek e Media Group.

In questo contesto le Società, unitamente a GM24, avevano incaricato Deloitte Financial Advisory (il "Consulente") di svolgere le verifiche prodromiche alla definizione del rapporto di cambio.

In conseguenza quindi dell'accordo di fusione sottoscritto il 27 aprile 2022 tra GMH, Jana Masova, Vassiliki Tziveli e D Holding, le parti hanno:

- subordinato il Progetto di Fusione Originario alla raccolta, entro e non oltre il 30 giugno 2022, di impegni vincolanti alla sottoscrizione di un aumento di capitale per un importo non inferiore a Euro 8 milioni da parte di soggetti interessati;
- previsto che, in caso di mancato avveramento della condizione di cui sopra, le parti avrebbero proceduto a un'operazione di fusione per incorporazione in Netweek della sola Media Group, ritenendo che quest'ultima fosse comunque meritevole di perseguimento. Ciò, sulla base del convincimento, espresso dalle parti dell'accordo di fusione, che il valore aggiunto conseguibile tramite la potenziale *business combination* risiedesse principalmente nello sviluppo di sinergie tra i rami di azienda più contigui e/o affini – quali il mondo editoriale, da un lato, e quello televisivo, dall'altro – rispetto ai quali il commercio di prodotti a distanza avrebbe rappresentato un coronamento ben accetto, ma non essenziale in termini di solidità dell'operazione.

A valle di tale accordo, in data 27 aprile 2022 gli organi amministrativi di Netweek, Media Group e GM24 hanno deliberato di approvare il Progetto di Fusione Originario, presentando la documentazione a corredo prescritta dalla legge, ivi inclusa la relazione che illustrava e giustificava, anche sotto il profilo economico, il rapporto di cambio previsto nel Progetto di Fusione Originario.

In data 10 maggio 2022, il Tribunale di Lecco ha nominato – su istanza congiunta di ciascuna delle tre società – PricewaterhouseCoopers SpA quale esperto incaricato di redigere la relazione sulla congruità del rapporto di cambio ai sensi dell'articolo 2501-*sexies* del Codice Civile.

Come evidenziato dagli Amministratori nelle Relazioni, alla data del 30 giugno 2022 non si è realizzata la condizione prevista dal Progetto di Fusione Originario relativamente alla raccolta di impegni vincolanti alla sottoscrizione di un aumento di capitale almeno pari a Euro 8 milioni: pertanto il 1° luglio 2022 GMH, Jana Masova, Vassiliki Tziveli e D Holding hanno sottoscritto un atto ricognitivo di tale circostanza, confermando – limitatamente ai soggetti titolari di partecipazioni di controllo nel capitale di Netweek e di Media Group – il proprio impegno a perfezionare l'Operazione di aggregazione mediante la Fusione per incorporazione della sola Media Group in Netweek.

A seguito di tali nuovi accordi, le Società Partecipanti alla Fusione hanno:

- richiesto al Consulente di aggiornare la perizia di stima del valore di Netweek e Media Group al fine dell'identificazione del nuovo rapporto di cambio tra le azioni di Netweek e le quote della sola Media Group;
- convocato gli organi amministrativi di Netweek e di Media Group affinché adottassero le delibere conseguenti al mancato avveramento delle condizioni vincolanti al Progetto di Fusione Originario, vale a dire l'approvazione del Progetto di Fusione aggiornato, la determinazione del Rapporto di Cambio e la predisposizione della relativa documentazione a corredo, incluse le Relazioni degli Amministratori e le Situazioni Patrimoniali;



- richiesto al Tribunale di Lecco la conferma di PwC quale esperto incaricato di redigere la relazione sulla congruità del Rapporto di Cambio.

Nelle Relazioni, gli Amministratori riferiscono che le principali motivazioni sottostanti alla decisione di procedere alla Fusione sono:

- la possibilità di creare un nuovo soggetto *leader* nel mercato editoriale locale, in grado di offrire ai propri inserzionisti una gamma integrata di *media*;
- l'utilizzo sinergico di questi ultimi, che consentirà di sviluppare ulteriormente il mercato delle vendite di spazi televisivi e pubblicitari, traendo vantaggio anche dalle relazioni sviluppate nel tempo con i clienti che già fanno uso dei *media* di Netweek. In particolare, la Fusione si inserisce in un più ampio progetto di integrazione editoriale tra le attività industriali della famiglia Sciscione – da un lato - e il circuito di *local media* del gruppo Netweek (“Gruppo Netweek”) – dall’altro – all’esito del quale la Società potrebbe proporsi al mercato italiano quale operatore *leader* nell’editoriale multicanale, forte di un *network* di oltre 50 periodici di informazione locale, 44 portali online e 19 LCN in tecnologia digitale terrestre in onda in 16 regioni italiane.

Infine, gli Amministratori evidenziano che, per finanziare i piani di sviluppo e il nuovo piano industriale (“Nuovo Piano Industriale”), in fase di predisposizione alla data del Progetto di Fusione, è previsto che venga deliberato un nuovo aumento di capitale per un importo non superiore a Euro 5 milioni. Tale aumento di capitale sarà sostanzialmente rivolto al mercato, ma potrà essere sottoscritto da tutti i soci esistenti al fine di permettere anche agli azionisti di minoranza di partecipare allo sviluppo della Società. I mezzi finanziari così reperiti verranno utilizzati per sostenere i fabbisogni finanziari derivanti dal Nuovo Piano Industriale, e in particolare:

- (i) finanziare il capitale circolante e gli investimenti previsti nell’ambito del Nuovo Piano Industriale;
- (ii) riequilibrare la struttura finanziaria a medio termine; e
- (iii) incrementare il capitale della società risultante dalla Fusione.

Gli Amministratori evidenziano inoltre che il Nuovo Piano Industriale che verrà approvato prima della conclusione dell’Operazione è basato sostanzialmente sulle medesime ipotesi economiche finanziarie dei piani *stand alone* utilizzati per la determinazione del Rapporto di Cambio tra Netweek e Media Group.

Le situazioni patrimoniali di riferimento ai sensi e per gli effetti dell’articolo 2501-*quater* del Codice Civile sono costituite dalle situazioni patrimoniali al 31 maggio 2022, redatte dagli Amministratori ai sensi dell’articolo 2501-*quater* del Codice Civile e non soggette a revisione contabile.

3 Natura e portata della presente relazione

Al fine di fornire agli azionisti delle Società Partecipanti alla Fusione informazioni idonee sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli Amministratori per la sua determinazione e le eventuali difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate; essa contiene inoltre il nostro parere sull’adeguatezza, nelle circostanze, di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, nonché sulla loro corretta applicazione.

Nell’esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del loro Consulente, non abbiamo effettuato, per le finalità connesse allo svolgimento del presente



incarico, una valutazione economica delle Società. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dal Consiglio di Amministrazione di Netweek e dall'Amministratore Unico di Media Group e dal Consulente da essi incaricato.

4 Documentazione utilizzata

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto dalle Società le informazioni e i documenti ritenuti utili nella fattispecie. A tal fine abbiamo analizzato la documentazione messa a nostra disposizione, e in particolare:

- i) il Progetto di Fusione approvato in data 11 agosto 2022 dal Consiglio di Amministrazione di Netweek e dall'Amministratore Unico di Media Group, redatto ai sensi dell'articolo 2501-ter del Codice Civile;
- ii) le Relazioni degli Amministratori delle Società approvate in data 11 agosto 2022, redatte ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-quinquies del Codice Civile;
- iii) il verbale del consiglio di amministrazione di Netweek e la determina dell'Amministratore unico di Media Group, in data 11 agosto 2022, aventi ad oggetto l'approvazione del Progetto di Fusione;
- iv) "Perizia di stima del valore delle società Netweek Spa e Media Group Srl" (la "Fairness Opinion") predisposta da Deloitte Financial Advisor e datata 28 ottobre 2022;
- v) "Memorandum di intese" sottoscritto in data 27 gennaio 2022 tra D Holding, GM 24, Jana Masova e Vassiliki Tziveli;
- vi) l'accordo di fusione e altri patti correlati sottoscritti il 27 aprile 2022 tra D Holding, GM 24, Jana Masova e Vassiliki Tziveli;
- vii) i piani *stand alone* delle Società Partecipanti alla Fusione predisposti e approvati dai rispettivi organi amministrativi;
- viii) gli statuti sociali di Netweek e Media Group;
- ix) la bozza dello statuto della società risultante dalla Fusione;
- x) le Situazioni Patrimoniali di Netweek e di Media Group al 31 maggio 2022, predisposte ai sensi dell'art. 2501-quater del Codice Civile;
- xi) il bilancio di esercizio di Media Group al 31 dicembre 2021;
- xii) la relazione finanziaria di Netweek al 31 dicembre 2021 approvata dal consiglio di amministrazione di Netweek il 10 maggio 2022 e la relazione di revisione emessa da Audirevi SpA in data 30 maggio 2022;
- xiii) la relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2022 di Netweek approvata dal consiglio di amministrazione di Netweek il 30 settembre 2022 e la relazione di revisione limitata emessa da Audirevi SpA in data 30 settembre 2022;
- xiv) l'istanza congiunta ex art. 2501 sexies del Codice Civile al Tribunale di Lecco in data 21 aprile 2022 e la successiva integrazione del 4 luglio 2022;
- xv) il decreto n. 600/2022 del 10 maggio 2022 del Tribunale di Lecco per la nomina di PwC quale esperto ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2501-sexies, commi 3 e 4, del Codice Civile e la successiva conferma del 16 settembre 2022 della nomina di PwC quale esperto.

Sono state prese in considerazione anche altre informazioni pubblicamente disponibili, tra le quali

- analisi di settore relative al settore Media;



- i comunicati stampa relativi all'Operazione;
- elementi di mercato, contabili e statistici nonché ogni altra informazione e documentazione ritenuta utile ai fini della presente relazione.

Abbiamo inoltre ottenuto specifica ed espressa attestazione, mediante lettere sottoscritte dai legali rappresentanti di Netweek e Media Group in data 2 novembre 2022 che, per quanto a conoscenza degli Amministratori delle Società, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune modifiche significative ai dati e alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi e/o che potrebbero avere impatti significativi sulle valutazioni effettuate per quanto riguarda la determinazione del Rapporto di Cambio.

5 Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

5.1 Premessa

Gli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni del proprio Consulente, in considerazione della rilevanza e complessità dell'Operazione hanno ritenuto appropriato individuare metodi di valutazione che, oltre ad avere consolidate basi dottrinali ed applicative, consentissero di valutare in modo omogeneo le due Società.

Ai fini dell'analisi e della definizione del rationale e della struttura dell'Operazione e ai fini della individuazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori hanno tenuto conto della documentazione predisposta dal Consulente, condividendone metodo, assunzioni e considerazioni. Il Consulente, che ha ricevuto incarico congiunto da D Holding e dalla famiglia Sciscione, ha emesso la propria *Fairness Opinion* in bozza ad agosto 2022 e successivamente in versione finale il 28 ottobre 2022, nella quale ha concluso che il Rapporto di Cambio possa considerarsi congruo da un punto di vista finanziario.

Pertanto, nel prosieguo del presente parere, i riferimenti alle Relazioni degli Amministratori devono intendersi comprensivi del contenuto della *Fairness Opinion* del Consulente, allegata alle Relazioni degli Amministratori e le cui conclusioni e approccio metodologico sono stati condivisi e fatti propri dagli Amministratori.

5.2 Scelta dei metodi di valutazione

Al fine di determinare il valore economico delle azioni ordinarie di Netweek e Media Group, nella propria *Fairness Opinion* il Consulente riferisce che la scelta dei criteri di valutazione più appropriati per la determinazione del valore dell'azienda è fondata sulla considerazione che gli elementi di valutazione disponibili, siano essi di natura quantitativa o qualitativa, debbano essere premiati in funzione delle specifiche caratteristiche dell'impresa/ramo d'azienda e del suo livello di operatività. Nel caso specifico, il processo di valutazione seguito fornisce, quindi, un valore di riferimento teorico per le Società ricomprese nel perimetro di valutazione, ossia Netweek e Media Group, nell'ipotesi che esse operino autonomamente, sulla base di dati economici e patrimoniali esistenti e comunicati ai fini di questa stima. Inoltre, secondo la dottrina e la prassi prevalente la scelta del metodo di valutazione deve essere effettuata sulla base delle caratteristiche delle Società ricomprese nel perimetro di valutazione e del settore in cui operano, nonché delle informazioni disponibili.

A tal fine, la metodologia principale di valutazione utilizzata dagli Amministratori per determinare il Rapporto di Cambio è l'*Unlevered Discounted Cash Flow* ("UDCF"). Come si vedrà al paragrafo



successivo, detto metodo è stato applicato a Netweek, secondo l'approccio comunemente noto come "somma delle parti", sia al *business* attivato nel settore delle televisioni locali ("New Business"), sia allo storico *business* nel settore editoriale ("Business Editoriale e Pubblicitario"). Inoltre, al fine di confrontare le risultanze del metodo principale è stato scelto come metodo di controllo il metodo dei multipli di transazioni comparabili, anch'esso applicato per Netweek secondo l'approccio della somma delle parti.

Per quanto riguarda la valutazione di Netweek, gli Amministratori hanno deciso di non utilizzare come metodo di valutazione l'analisi dei prezzi mercato delle azioni Netweek, quotate al mercato MTA gestito da Borsa Italiana, in quanto i volumi trattati, soprattutto negli ultimi 18 mesi, sono minimi e soggetti a forte volatilità e quindi il valore espresso non è stato considerato significativo del reale valore della Società Incorporante, anche tenuto conto del valore implicito delle nuove attività lanciate nel settore delle concessioni televisive.

Gli Amministratori riferiscono anche che non hanno ritenuto opportuno avvalersi – né quale metodo di valutazione principale né quale metodo di controllo – della metodologia dei multipli di borsa, in quanto, oltre a non riscontrarsi società strettamente comparabili a Netweek e Media Group, tale approccio non permette di cogliere gli effetti sulla valutazione derivanti dai profili di crescita e di generazione di cassa se non a seguito di opportune rettifiche e specificità relative alla ripresa dell'andamento del *business* di Netweek.

I metodi di valutazione utilizzati dagli Amministratori per determinare i Rapporti di Cambio sono descritti nel paragrafo successivo.

5.3 Descrizione delle metodologie di valutazione prescelte dagli Amministratori

Flussi di cassa attualizzati ("Unlevered Discounted Cash Flow")

La metodologia di valutazione UDCF, che è stata adottata dagli Amministratori al fine di tenere conto delle caratteristiche specifiche di Netweek e Media Group, riflette un'analisi dinamica dell'operatività delle società e si basa sull'idea che il valore della società sia determinato dalla sua capacità di generare flussi di cassa in futuro. Inoltre, questo metodo riflette, *inter alia*, il potenziale delle società a medio e lungo termine, in termini di redditività, crescita, livello di rischio, struttura del capitale e livello atteso di investimenti.

Come dettagliato dal Consulente nella propria *Fairness Opinion*, questo metodo è basato sulle seguenti stime:

- stime dei flussi di cassa per ciascuna società. I flussi di cassa attualizzati prima del debito sono una *proxy* della generazione di cassa della società prima delle entrate e delle uscite finanziarie, dopo aver applicato l'imposta sulle società e aver considerato gli investimenti e le oscillazioni del capitale circolante;
- valore attuale netto dei flussi di cassa stimati, attualizzati applicando un tasso di sconto ("WACC"). Il tasso di sconto determinato dal Consulente, oltre a considerare il rischio implicito del *business* e del valore temporale del denaro, tiene anche conto di premi dimensionali e di rischio specifici;
- valore terminale ("*terminal value*") della società, ipotizzando una crescita perpetua alla fine del periodo di proiezione annuale dei flussi. Il tasso di sconto precedentemente citato viene applicato al valore terminale per ottenere il valore attuale netto.



L'*enterprise value* può essere stimato sommando il valore attuale netto dei flussi di cassa attualizzati stimati e del *terminal value*.

In particolare, come anticipato, con riferimento a Netweek la valutazione dei flussi di cassa attualizzati è stata effettuata utilizzando un approccio c.d. di "*somma delle parti*", effettuando due valutazioni distinte dei flussi di cassa scontati per il *Business* Editoriale e Pubblicitario e per il *New Business*.

Dal momento che i metodi di valutazione utilizzati si fondano sulla possibilità di determinare in maniera corretta i flussi finanziari futuri che le Società saranno in grado di generare, gli Amministratori hanno ritenuto che ciò possa determinare incertezze sui valori prospettici e, in ultima analisi, sulla valutazione medesima.

Per mitigare tali rischi, gli Amministratori riferiscono di avere stimato con attenzione il costo del capitale, c.d. WACC, utilizzato per attualizzare i flussi.

Inoltre, per quanto riguarda Netweek gli Amministratori hanno incluso un "*Company Specific Risk Premium*" ("CSRP") in considerazione del rischio di *execution* connesso alla realizzazione del piano *stand alone* di Netweek ("Piano di Netweek"). In particolare, relativamente al *New Business* di Netweek, è stato ipotizzato dagli Amministratori un *risk premium* pari al 5% in considerazione dello stato iniziale in cui si trova l'attività e dell'attuale assenza di contratti relativi alla concessione di spazi televisivi.

Relativamente al *Business* Editoriale e Pubblicitario, gli Amministratori hanno invece utilizzato un tasso pari al 50% di quello indicato da Altman per le società nella c.d. «Grey Zone» (pari al 7,88%), in considerazione – da una parte – dell'uscita dallo status di società in concordato preventivo e del conseguente miglioramento dello stato di salute aziendale e – dall'altra – della perdurante presenza di indicatori di *distress* finanziario, quali il valore negativo del patrimonio netto di Netweek e l'esistenza di ingenti debiti fiscali scaduti.

Anche per Media Group gli Amministratori hanno incluso un CSRP pari all'1%, in considerazione del rischio di *execution* connesso alla realizzazione del piano *stand alone* di Media Group ("Piano di Media Group" e congiuntamente con il Piano di Netweek, i "Piani Industriali"), e in particolare alla recente modifica della struttura del *business* di Media Group, che a partire dal 2022 prevede che la stessa operi in qualità di concedente diretta.

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati consente di determinare l'*enterprise value*; quindi, per calcolare il valore dell'*equity value* ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, sono state apportate dagli Amministratori all'*enterprise value* una serie di rettifiche (in particolare relative all'indebitamento finanziario, alle passività nei confronti dei dipendenti a fini pensionistici, ai *surplus tax assets*, alle *surplus liabilities* – costi di *leasing* oltre l'orizzonte dei dati prospettici di piano -, alle partecipazioni in società collegate e agli *earn-out* legati alla cessione/dismissione di alcune di queste).

Metodo delle transazioni comparabili

Il metodo valutativo delle transazioni comparabili si fonda sui cosiddetti "*deal multiples*", ossia i prezzi espressivi di valori negoziati nell'ambito di transazioni aventi ad oggetto quote di capitale di imprese comparabili a Media Group e ai due *business* di Netweek.

I multipli, per Media Group e per il *New Business* e per il *Business* Editoriale e Pubblicitario di Netweek, sono stati ottenuti attraverso il rapporto tra la valorizzazione delle società comparabili e le relative grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative.



Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti:

- identificazione di un gruppo di transazioni riguardanti società comparabili su un definito orizzonte temporale;
- definizione dei moltiplicatori sulla base delle informazioni disponibili;
- calcolo dei multipli medi e/o interquartili delle società facenti parte del gruppo selezionato;
- applicazione dei multipli di settore alla società oggetto di valutazione.

In particolare, come evidenziato dal Consulente, è stato identificato un primo gruppo di società ritenute comparabili al *Business Editoriale e Pubblicitario* di Netweek ed un secondo gruppo di società ritenute comparabili sia al *New Business* di Netweek sia a Media Group, in quanto entrambe hanno come attività principale la concessione di canali televisivi regionali.

Inoltre, il Consulente ha precisato che, per i due gruppi, le analisi sono state sviluppate su differenti orizzonti temporali in considerazione della numerosità delle transazioni identificate ed effettuate per ciascun gruppo.

6 Difficoltà di valutazione incontrate dagli Amministratori di Netweek e di Media Group

Gli Amministratori non evidenziano nella loro Relazione particolari difficoltà di valutazione incontrate nello svolgimento dell'incarico.

7 Risultati emersi dalla valutazione effettuata dagli Amministratori di Netweek e di Media Group

All'esito dello sviluppo delle metodologie sopra richiamate, gli Amministratori hanno determinato:

- l'*equity value* di Media Group, al netto delle componenti relative (i) alla posizione finanziaria netta (pari a Euro 337.000) e (ii) del TFR relativo al personale (pari a Euro 81.000), come incluso nell'intervallo tra Euro 26.800.000,00 e Euro 33.100.000,00, con un valore medio pari a Euro 29.539.000,00;
- l'*equity value* di Netweek come incluso nell'intervallo tra Euro 12.100.000,00 ed Euro 17.400.000,00, con un valore medio pari a EURO 14.403.000,00.

Gli Amministratori riferiscono inoltre che l'utilizzo dei metodi di confronto ha sostanzialmente confermato i valori suggeriti dall'applicazione del metodo principale per le Società Partecipanti alla Fusione.

In considerazione degli *equity value* delle Società Partecipanti alla Fusione è stato dunque determinato dagli Amministratori il Rapporto di Cambio.

A tal fine, tenuto conto che fino al perfezionamento della Fusione le azioni rappresentative del capitale sociale di Netweek saranno pari a 142.107.926 e le quote rappresentative del capitale sociale di Media Group saranno a loro volta pari a 10.000, il risultato del Rapporto di Cambio sarà il seguente:

Netweek (Società Incorporante): 1,0x
Media Group (Società Incorporanda): 29.144x



Di conseguenza, le nuove azioni di Netweek da emettere in favore dei soci di Media Group saranno pari a 291.439.834.

Il prezzo unitario al quale verranno emesse le nuove azioni in sede di aumento di capitale a servizio della fusione sarà pari al rapporto tra il *fair value* di Netweek e le azioni esistenti ante Fusione, ovvero 0,101 Euro.

A seguito del suddetto aumento di capitale, le azioni di Netweek post Fusione saranno pari a 433.547.760, di cui:

- (i) 142.107.926 azioni, pari al 32,8% del capitale sociale, di titolarità degli attuali azionisti di Netweek; e
- (ii) 291.439.834 azioni, pari al 67,2% del capitale sociale, di titolarità delle Signore Vassiliki Tziveli e Jana Masova (in misura pari al 50% di ciascuna), quali attuali proprietarie delle quote di Media Group.

Il Rapporto di Cambio identificato dagli Amministratori si colloca all'interno dell'intervallo di valori definito dal Consulente:

Rapporto di Cambio e Partecipazione di Media Group post fusione

MIN	N. azioni per ogni euro di capitale di Media Group	38.819	73%
AVERAGE	N. azioni per ogni euro di capitale di Media Group	29.144	67%
MAX	N. azioni per ogni euro di capitale di Media Group	21.984	61%

Il Rapporto di Cambio non prevede conguagli in denaro.

8 Lavoro svolto

Nell'ambito del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti procedure:

- lettura critica delle Relazioni degli Amministratori e dell'ulteriore documentazione relativa alla Fusione, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nelle settimane precedenti alla data di predisposizione dei rispettivi documenti nella versione finale;
- in relazione alle Situazioni Patrimoniali *ex art. 2501-quater* del Codice Civile, svolto incontri e discussioni con il *Management* delle Società e con la società di revisione Audirevi, revisore legale della Società Incorporante, nella misura necessaria per il raggiungimento delle finalità dell'incarico conferitoci, indicate nel precedente paragrafo 3;
- discusso con il *Management* delle Società e con il Consulente il lavoro complessivamente svolto per l'individuazione dei criteri di determinazione del Rapporto di Cambio e, in particolare, gli approcci valutativi e le metodologie adottate, onde riscontrarne l'adeguatezza, in quanto, nelle circostanze, ragionevoli, motivati e non arbitrari;
- in relazione ai prezzi di mercato delle azioni Netweek, quotate al Mercato Telematico Azionario gestito da Borsa Italiana, abbiamo effettuato un'analisi di liquidità al fine di verificare la sottigliezza dei volumi e la forte volatilità dei prezzi, menzionati dagli Amministratori;
- verificato la completezza e la coerenza dei procedimenti valutativi seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio e le loro modalità di applicazione, considerando le peculiarità di ciascuna Società;



- riscontrato la non contraddittorietà delle motivazioni degli Amministratori di entrambe le Società riguardanti i metodi valutativi da essi adottati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati nel processo valutativo rispetto alle fonti di riferimento e alla documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4;
- verificato la correttezza matematica del calcolo degli intervalli di valore delle Società elaborati mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori, anche sulla base delle indicazioni fornite dal Consulente;
- sviluppato autonome analisi di sensitività tecniche nell'ambito dei metodi adottati dagli Amministratori per la valutazione di Netweek e di Media Group, con l'obiettivo di verificare quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nelle ipotesi valutative e nei parametri assunti;
- ottenuto specifica attestazione che, per quanto a conoscenza degli organi amministrativi, non sono intervenute variazioni rilevanti, né fatti e circostanze che rendano opportune 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.

9 *Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio*

Con riferimento al presente incarico, riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori è consistita in una stima dei valori economici relativi a Netweek e Media Group, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini dell'ottenimento di valori fra loro comparabili.

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, hanno privilegiato la scelta di metodologie idonee a esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

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 nel loro profilo relativo e non possono essere, di per sé, assunte quali stime del valore assoluto delle società in relazione a diverse operazioni.

Gli Amministratori hanno fissato in modo puntuale il Rapporto di Cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblee dei soci, individuandolo all'interno di intervalli di valori determinati con l'ausilio del Consulente.

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di Netweek e di Media Group per illustrare la Fusione indicano le metodologie dagli stessi adottate, con il supporto del Consulente, ed i risultati ottenuti ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Al riguardo, esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di Netweek e di Media Group per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione.



- L'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico di Netweek e di Media Group è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'Operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale.
- Nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche e i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale e internazionale, normalmente seguita.
- Le Società sono state valutate ricorrendo a una pluralità di metodi, secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi in quanto consente di sottoporre a verifica i valori relativi stimati per ogni società. In particolare, l'adozione da parte degli Amministratori di una pluralità di metodologie ha consentito loro di conseguire una considerevole copertura di analisi, che ha portato all'individuazione di un *range* di Rapporto di Cambio, confermato anche dalla *Fairness Opinion* rilasciata dal Consulente.
- Nel caso di specie, gli Amministratori di entrambe le Società hanno ritenuto di utilizzare, per ciascuna delle Società oggetto di valutazione (e, con riguardo a Netweek, per ciascuno dei *business* in cui si articola la Società Incorporante, sulla base dell'applicazione del metodo della Somma delle Parti), una metodologia con rilevanza principale (*Unlevered Discounted Cash Flow* o UDCF) e una metodologia con funzione di controllo (metodo dei multipli di transazioni comparabili).
- La scelta degli Amministratori di entrambe le Società di adottare, ai fini delle proprie rispettive valutazioni, sia criteri economico-analitici (come l'UDCF), sia criteri di mercato (come il metodo dei multipli di transazioni comparabili) appare in linea con la migliore dottrina. In effetti, i metodi di tipo analitico e quelli di mercato risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.
- Le valutazioni elaborate dagli Amministratori sono state condotte considerando Netweek e Media Group su base c.d. "*stand alone*". Tali valutazioni riflettono pertanto la situazione attuale e le prospettive future di ciascuna delle due Società, considerate trascurando gli effetti della Fusione stessa e le sinergie con essa conseguibili, ossia in ipotesi di continuità aziendale, senza sostanziali mutamenti di gestione dovuti alla Fusione stessa. Come da prassi in questo contesto, le sinergie conseguibili dalla Fusione, pertanto, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle Società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Sotto questo profilo, le scelte valutative effettuate dagli Amministratori appaiono, nelle circostanze, caratterizzate da un approccio tecnicamente appropriato.
- È in linea con la prassi e la tecnica professionale per le imprese multi-*business*, quale è Netweek, l'effettuazione di una valutazione per somma di parti (*Sum of the Parts* o SOTP): tale approccio consente, infatti, di valorizzare adeguatamente le differenti aree di *business* attraverso l'applicazione di approcci metodologici differenziati, in quanto le singole aree di attività si caratterizzano spesso per profili di rischio, prospettive di crescita e transazioni comparabili diverse. Alla luce di quanto sopra, la scelta degli Amministratori di valorizzare separatamente, con riguardo a Netweek, il *Business* Editoriale e Pubblicitario rispetto al *New Business* appare ragionevole e non arbitraria.
- È in linea con la prassi e la tecnica professionale l'utilizzo della metodologia UDCF. Il metodo UDCF risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina e dai principi di valutazione generalmente accettati. Nelle Relazioni degli Amministratori vengono indicate le caratteristiche teoriche della metodologia valutativa in oggetto e i principali parametri



utilizzati dagli Amministratori per il suo sviluppo. In particolare, nel calcolo del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), il Consulente ha individuato:

- *uno Small Size Premium (SSP)* per il *Business* Editoriale e Pubblicitario, in virtù delle dimensioni ridotte del *business* in confronto al *panel* di società comparabili selezionato. Esso è stato ottenuto attraverso un'interpolazione dei ricavi del *Business* Editoriale e Pubblicitario di Netweek rispetto ai ricavi medi dei *competitors*. Lo SSP non è stato invece applicato per il *New Business* di Netweek e Media Group in virtù della peculiarità del loro *business* in confronto al *panel* di società comparabili;
- *una Company Specific Risk Premium* in considerazione del rischio di *execution* connesso alla realizzazione dei Piani Industriali. Nello specifico, il Consulente ha ipotizzato: (i) relativamente al *Business* Editoriale e Pubblicitario di Netweek, un tasso pari al 3,9% (il 50% di quello indicato da Altman per le società nella c.d. «Grey Zone», pari al 7,88%), in considerazione della perdurante presenza di indicatori di *distress* finanziario, quali il valore negativo del patrimonio netto di Netweek e l'esistenza di ingenti debiti fiscali scaduti, pur in un contesto di uscita dallo status di società in concordato preventivo e di conseguente miglioramento dello stato di salute aziendale; (ii) relativamente al *New Business* di Netweek un CSRP pari al 5%, in considerazione (a) dell'appartenenza del *New Business* a Netweek (come indicato al precedente p.to (i)) e (b) del rischio di *execution* del piano dovuto allo stato iniziale in cui si trova l'attività; (iii) per Media Group un CSRP pari al 1%, in considerazione della recente modifica della struttura del *business* della Società Incorporanda, che a partire dal 2022 prevede che la stessa operi in qualità di concedente diretta e per mitigare il rischio relativo all'ipotesi di incremento della copertura degli spazi televisivi. Le determinazioni cui sono pervenuti gli Amministratori al riguardo, con il supporto del Consulente, risultano, sulla base della documentazione di dettaglio messa a nostra disposizione dai *Management*, motivate e, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrarie.
- La metodologia dei multipli di transazioni comparabili consiste nell'applicare all'azienda oggetto di valutazione una serie di rapporti, cioè di moltiplicatori, implicitamente espressi da operazioni realizzate sul mercato negli ultimi anni che hanno avuto a oggetto aziende di dimensioni e caratteristiche confrontabili. Gli Amministratori di entrambe le Società hanno individuato, in quanto ritenuto maggiormente significativo, il multiplo EV/EBITDA applicato (a) per Netweek (i) alla media attualizzata degli EBITDA *Adjusted* (Ebitda di piano aggiustati per componenti straordinarie considerate ricorrenti) con riguardo al *Business* Editoriale e Pubblicitario e (ii) all'EBITDA dell'esercizio 2023 (primo anno di completa operatività e ritenuto dal *Management* rappresentativo dei flussi prospettici della società durante il periodo di piano) per quanto concerne il *New Business*; e (b) per Media Group all'EBITDA dell'esercizio 2022, in quanto ritenuto dal *Management* rappresentativo dei flussi prospettici della società durante il periodo di piano. Le scelte metodologiche effettuate dagli Amministratori nello sviluppo ed applicazione di tali metodi valutativi, esplicitate dal Consulente e da noi verificate anche sulla base della documentazione di dettaglio fornitaci dalle Società e dal Consulente medesimo, appaiono ragionevoli.
- Nel contesto delle proprie valutazioni per la determinazione del numero delle azioni di Netweek ai fini del calcolo del Rapporto di Cambio, gli Amministratori non hanno considerato l'effetto delle azioni di compendio al servizio dei *warrant* Atlas emessi da Netweek nel 2019 e nel 2020, in quanto l'esercizio dei richiamati *warrant* non risulterebbe, allo stato, economicamente prevedibile (situazione che, nella prassi valutativa, viene definita "out of the money"). L'approccio adottato dagli Amministratori risulta, nelle circostanze, appropriato sotto un profilo tecnico e in linea con la migliore prassi valutativa.



- Le analisi di sensitività tecniche da noi autonomamente elaborate per valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi valutative e nei parametri assunti nell'ambito delle metodologie adottate dagli Amministratori, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche matematica, della loro applicazione, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.
- Gli Amministratori non hanno utilizzato ulteriori criteri rispetto all'UDCF e ai multipli di transazioni comparabili.
- Gli Amministratori di Netweek hanno anzitutto escluso l'applicabilità, nelle circostanze, della metodologia dei prezzi di borsa con riguardo alla valutazione di Netweek, in considerazione del fatto che i corsi di borsa delle relative azioni negli ultimi 18 mesi hanno presentato forte volatilità a fronte di scambi minimi, caratteristiche che non sono state ritenute idonee a esprimere valori sintomatici del reale valore della società, tenuto anche conto delle nuove attività lanciate nel *New Business*. Del resto, si sarebbe in ogni caso trattato di un criterio applicabile alla sola Netweek, società quotata, e non anche a Media Group. Un'ipotetica scelta degli Amministratori di applicare la richiamata metodologia delle quotazioni di borsa per la valutazione della sola Netweek avrebbe dunque vanificato il principio dell'omogeneità e della coerenza dei criteri tipico delle valutazioni nell'ambito di operazioni di fusione. Alla luce di tali considerazioni, le scelte degli Amministratori in ordine all'esclusione del criterio di borsa appaiono nelle circostanze ragionevoli.
- Gli Amministratori riferiscono inoltre di non aver utilizzato l'ulteriore criterio di mercato dei multipli di borsa, invalso nella prassi valutativa e spesso utilizzato nelle valutazioni d'azienda, metodo che deriva il valore di una società dalla valutazione attribuita dal mercato ad altre società aventi caratteristiche comparabili, determinando il rapporto tra il valore borsistico di queste ultime e talune grandezze finanziarie ed economiche e applicando successivamente i multipli così determinati alle corrispondenti grandezze finanziarie ed economiche della società oggetto di valutazione al fine di determinarne il valore. Tale criterio è stato escluso dagli Amministratori in quanto (i) non permette di cogliere gli effetti sulla valutazione derivanti dai profili di crescita e di generazione di cassa se non a seguito di opportune rettifiche e specificità relative alla ripresa dell'andamento del *business* di Netweek e (ii) presuppone la possibilità di identificare un campione di società quotate effettivamente comparabili a quelle interessate dalla Fusione, comparabilità che nelle circostanze non pare possibile poter ravvisare. Alla luce di tali considerazioni, la scelta degli Amministratori al riguardo appare, nella specifica circostanza, ragionevole e non arbitraria.

10 Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico

- (i) In merito alle difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:
- Le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione sulla base della metodologia UDCF si fondano su previsioni economico-finanziarie. Occorre sottolineare che le previsioni si basano su un insieme di ipotesi relative a eventi futuri che non necessariamente si verificheranno: i dati prospettici, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico, tanto più accentuati nelle circostanze dalla recente emergenza sanitaria relativa al COVID-19, dalle tensioni geopolitiche nell'Europa dell'est e dalle conseguenze di queste ultime in particolare sul settore energetico. Va ancora 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.

- Le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo dei multipli di transazioni comparabili, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani sia internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale, tanto più accentuata nelle circostanze dalla recente emergenza sanitaria relativa al COVID-19, dalle tensioni geopolitiche nell'Europa dell'est e dalle conseguenze di queste ultime in particolare sul settore energetico. A influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione.

(ii) Si richiama inoltre l'attenzione dei destinatari della presente relazione sui seguenti aspetti di rilievo:

- Nella Relazione degli Amministratori si evidenzia che la valutazione del capitale economico delle Società dagli stessi effettuata è basata sul presupposto della continuità aziendale. A tale proposito, merita di essere comunque ricordato che, nel bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2022 del Gruppo Netweek, gli Amministratori, nel paragrafo "*Evoluzione prevedibile della gestione e valutazione del presupposto della continuità aziendale*" della relazione intermedia sulla gestione, rilevano che il Gruppo presenta una perdita di Euro 1,4 milioni e un patrimonio netto negativo di Euro 6,8 milioni. Gli Amministratori evidenziano inoltre che il Gruppo Netweek versa in una situazione di tensione finanziaria a causa dell'eccessivo grado di indebitamento a breve termine e degli andamenti negativi consuntivati, seppur in miglioramento rispetto ai periodi precedenti. Gli Amministratori indicano poi che, a seguito di quanto sopra esposto, è sorta la necessità di provvedere con urgenza nel dotare Netweek di mezzi finanziari sostitutivi per permettere un rilancio delle attività e consolidare l'indebitamento, in particolare lo scaduto fiscale. In quest'ottica il Consiglio d'Amministrazione di Netweek ha provveduto ad aggiornare la situazione finanziaria, che ha evidenziato un fabbisogno finanziario di Euro 2,2 milioni per il 2022. Gli Amministratori informano che la Fusione oggetto del presente parere permetterà di (i) ricapitalizzare il Gruppo Netweek, aumentando il patrimonio netto di circa Euro 28 milioni e incrementando in maniera significativa la redditività operativa grazie alle sinergie realizzate dall'integrazione tra i media cartacei, digitali e televisivi apportati dai due gruppi; (ii) di superare in maniera definitiva i rischi e le incertezze ad oggi esistenti sulle capacità di Netweek di proseguire l'attività operativa in continuità nel prossimo futuro.
- La società di revisione Audirevi SpA, che ha sottoposto a revisione contabile limitata il bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2022 del Gruppo Netweek, nella propria relazione data 30 settembre 2022 ha del resto richiamato l'attenzione, tra l'altro, sul fatto che, "*alla luce delle considerazioni attuali gli elementi di incertezza e di rischio che permangono sono legati a i) tempistica e buon esito della sopracitata operazione di fusione nei termini sopradescritti; ii) piena realizzazione*

degli obiettivi del Piano di integrazione, che prevede nel medio termine il riequilibrio economico-finanziario del Gruppo risultante dalla fusione e la capacità dello stesso di generare flussi di cassa necessari a garantire la continuità della Controllante e del Gruppo, ma che risultano dipendenti da azioni future ipotetiche e comunque potenzialmente influenzati da variabili esogene, fra i quali è da tenere presente l'andamento del costo della carta e dell'energia, ad oggi non pienamente quantificabili né controllabili; iii) presenza di un elevato indebitamento a breve termine ed andamento al di sotto delle aspettative di alcune società del Gruppo. L'insieme delle suddette circostanze unitamente alle altre incertezze descritte dagli Amministratori nella relazione sulla gestione e nelle note illustrative, tra cui quelle correlate all'andamento macroeconomico e in particolare del PIL – e quindi anche del mercato pubblicitario a esso fortemente correlato – che potrebbe risultare anche significativamente differente rispetto a quanto ipotizzato, hanno indotto gli stessi Amministratori a ritenere che sussistano incertezze significative che possono far sorgere dubbi significativi sulla capacità della Società di continuare a operare come un'entità in funzionamento. In tale contesto, gli Amministratori della Società, pur in presenza di significative incertezze legate all'attuale situazione patrimoniale, all'ammontare significativo di debiti scaduti, alle tempistiche dell'operazione di Fusione ed effettiva realizzabilità delle prospettate sinergie identificate nel Piano di integrazione, hanno ritenuto ragionevole adottare il presupposto della continuità aziendale nella preparazione del bilancio consolidato semestrale abbreviato al 30 giugno 2022. Con riferimento alle tempistiche dell'operazione gli Amministratori, al paragrafo "Eventi successivi alla chiusura del semestre", evidenziano che la fusione, subordinatamente all'avveramento o alla rinuncia di tutte le condizioni sospensive, si possa perfezionare entro il primo trimestre 2023. Gli Amministratori, al paragrafo "Eventi successivi alla chiusura del semestre", quale ulteriore nota di prudenza indicano tra l'altro che, consapevoli dei limiti intrinseci della propria determinazione manterranno un costante monitoraggio sull'evoluzione dei fattori presi in considerazione, così da poter assumere, laddove se ne verificassero i presupposti, i necessari provvedimenti, nonché provvedere, con analoga prontezza, ad assolvere agli obblighi di comunicazione al mercato. In particolare, il Consiglio di Amministrazione monitora e continuerà a monitorare la situazione economico, patrimoniale e finanziaria al fine di valutare anche soluzioni alternative di rafforzamento patrimoniale tali da garantire la sussistenza del presupposto della continuità aziendale".

- Si segnala che i bilanci di Media Group non sono assoggettati ad attività di revisione legale.
- Gli Amministratori segnalano nelle loro Relazioni che, al fine di finanziare i piani di sviluppo ed il Nuovo Piano Industriale integrato, gli accordi intervenuti tra i soci della Società prevedono che venga eseguito un nuovo aumento di capitale per un importo non superiore a Euro 5.000.000. Tale aumento di capitale, che secondo quanto indicato nelle Relazioni sarà sostanzialmente rivolto al mercato ma potrà essere sottoscritto da tutti i soci esistenti, non costituisce oggetto del presente parere.

(iii) Si richiama infine l'attenzione sui seguenti elementi:

- Gli Amministratori sottolineano che il perfezionamento della Fusione è subordinato all'avveramento di diverse condizioni sospensive specificamente indicate nel Progetto di Fusione, ivi incluse: (i) l'esperimento delle necessarie procedure sindacali; (ii) il mancato verificarsi di un evento negativo rilevante; (iii) l'ammissione a quotazione



delle azioni di Netweek di nuova emissione; (iv) l'approvazione della fusione da parte dell'Assemblea Straordinaria di Netweek con il meccanismo del c.d. *white wash* ai sensi dell'articolo 49, comma 1, lett. g), del Regolamento Consob 11971/99 (c.d. "Regolamento Emittenti"), con la conseguente assenza di obblighi di offerta pubblica di acquisto sulle azioni della società riveniente dalla fusione nonché l'approvazione della Fusione da parte dell'assemblea straordinaria di Media Group; (v) l'elaborazione, la redazione e l'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Netweek del Nuovo Piano Industriale integrato, con durata pluriennale.

- Esula dall'oggetto della nostra attività anche ogni considerazione in ordine alle determinazioni degli Amministratori circa la struttura dell'Operazione, i relativi adempimenti (anche legali e fiscali), la tempistica, l'avvio e l'esecuzione dell'Operazione stessa.
- Dalle Relazioni degli Amministratori non risultano vincoli di indisponibilità temporale per le azioni Netweek attribuite in concambio ai soci di Media Group, con conseguente piena facoltà di questi ultimi, a seguito della consegna delle azioni di Netweek, di negoziarle sul mercato.

11 Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nei precedenti paragrafi 9 e 10, e in particolare al paragrafo 10 *sub ii*), riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, con l'assistenza del Consulente, siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio pari a

**numero 29.143,9834 azioni ordinarie di Netweek SpA
per ogni Euro di quote di Media Group Srl**

Milano, 2 novembre 2022

PricewaterhouseCoopers SpA

Alessandro Spalla
(Revisore legale)