



**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO
AD OPERAZIONE DI MAGGIORE RILEVANZA
CON PARTE CORRELATA**

(Redatto ai sensi dell'articolo 5 del Regolamento adottato dalla Consob
con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato)

DEFINIZIONI

Si riporta di seguito un elenco dei principali termini impiegati all'interno del presente documento. **Class Editori** è indicata come "Società", Class" o Emittente".

Aumento di capitale ex art. 2443.- In data 27 aprile 2012, l'assemblea straordinaria dei soci dell'Emittente, mediante modifica dell'articolo 6 dello statuto della Società, ha conferito al consiglio di amministrazione, ai sensi dell'articolo 2443 del Codice Civile, la delega ad aumentare a pagamento e in via scindibile, in una o più volte, il capitale sociale, entro il termine massimo di 5 anni dalla data della medesima delibera, per un importo massimo pari al 10% (dieci per cento) del capitale sociale e così per un importo massimo di euro 1.056.075,10 (un milione cinquantaseimilasettantacinque virgola dieci) mediante emissione di massimo numero 3.520.250 (tremilacinquecentoventimiladuecentocinquanta) azioni di categoria A, prive di indicazione del valore nominale, con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, commi quarto e quinto, del Codice Civile. I criteri cui gli amministratori devono attenersi nell'esercizio della delega di aumento del capitale con esclusione in tutto o in parte del diritto di opzione, sono determinati, con riguardo a terzi che, in proprio o tramite società da loro controllate, svolgano attività nel medesimo settore in cui opera la società o in settori contigui e che, con attestazione del consiglio di amministrazione, siano ritenute strategiche all'attività sociale, stabilendo volta per volta il prezzo di emissione, che dovrà corrispondere al valore di mercato delle azioni; tale valore dovrà essere confermato da apposita relazione della società incaricata della revisione contabile.

ClassPi- Class Pubblicità S.p.A. Concessionaria di Pubblicità controllata da Class Editori.

Operazione- L'aumento del capitale sociale da euro 28.321.907,40 ad euro 29.377.982,50 mediante l'emissione di complessive 3.520.250 azioni ordinarie di categoria A prive di valore nominale, pari al 3,6% del capitale esistente alla data del 27 aprile 2017, deliberato per acquisire dalla PP Editori S.r.l. il 18,35% di Class Pubblicità Spa, che consente a Class Editori di salire al 76,44% del capitale di Class Pubblicità Spa.

PP Editore- Paolo Panerai Editore o in breve PP Editore S.r.l. con sede in via Tortona 21, 20144 Milano, P. IVA e Codice Fiscale 09573830156, di cui è socio di maggioranza e amministratore unico il dott. Paolo Panerai.

Parte Correlata - Un soggetto che:

(a) direttamente, o indirettamente, anche attraverso Società Controllate, fiduciari o interposte persone:

(i) 1) Controlla la Società, 2) ne è Controllato, o 3) è sottoposto a comune Controllo; (ii) detiene una partecipazione nella Società tale da poter esercitare un'Influenza Notevole su quest'ultima; (iii) esercita Controllo Congiunto sulla Società;

(b) è una Società Collegata della Società;

(c) è una Joint Venture in cui la Società è una partecipante;

(d) è uno dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche della Società o della sua controllante;

(e) è uno Stretto Familiare di uno dei soggetti di cui alle precedenti lettere (a)(i)1), (a)(ii), (a)(iii) o (d);

(f) è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il Controllo, il Controllo Congiunto o l'Influenza Notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto;

(g) è un fondo pensionistico complementare, collettivo o individuale, italiano o estero, costituito a favore dei dipendenti della Società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata.

Regolamento Parti Correlate Il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato ed integrato.

Telesia. Telesia S.p.A, società in cui Class Editori possiede il 77,17% del capitale e che a sua volta possiede il 23,56% di ClassPi.

PREMESSA

Il presente Documento Informativo è stato predisposto da Class Editori S.p.A. ai sensi dell'art. 5 del Regolamento Parti Correlate, nonché ai sensi dell'art. 5.7 della Procedura Parti Correlate.

Il presente Documento Informativo è stato predisposto al fine di fornire agli azionisti e al mercato un esauriente quadro informativo relativo all'Operazione.

AVVERTENZA

Nel seguito si indicano, in sintesi, i principali rischi e le incertezze derivanti dall'Operazione che possono condizionare in misura significativa l'attività dell'Emittente, nonché quelli connessi alla sua natura di operazione con parti correlate.

Il contenuto delle Avvertenze deve essere letto con giuntamente alle altre informazioni presenti nel Documento Informativo.

Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dall'Operazione con parti correlate

L'Operazione così come sintetizzata nelle Definizioni e così come dettagliata in seguito, vede il coinvolgimento di PP Editore S.r.l., che deve intendersi parte correlata dell'Emittente ai sensi della lettera (f) della definizione di Parte Correlata.

PP Editore S.r.l. è infatti controllata da Paolo Panerai società in cui Paolo Panerai, vicepresidente e amministratore delegato di Class, esercita un'Influenza Notevole (così come definita dal regolamento OPC).

L'Operazione si configura inoltre come operazione con parti correlate di maggiore rilevanza, ai sensi del Regolamento Parti Correlate e della Procedura Parti Correlate, ed è pertanto soggetta alle regole di cui agli articoli 5.4 e 5.3 della Procedura stessa.

Il Comitato Parti Correlate di Class, informato ai sensi della Procedura dei termini e delle condizioni dell'Operazione, ha espresso all'unanimità il proprio parere favorevole in merito all'Operazione. Tale parere è allegato al presente Documento Informativo.

L'Operazione non espone Class a particolari rischi connessi a potenziali conflitti di interesse, diversi da quelli tipicamente inerenti ad operazioni tra parti correlate.

Informazioni relative all'operazione

Conferimento di una quota di minoranza pari al 18,35% della società ClassPi a Class Editori in cambio di azioni di Class Editori emesse a seguito di un Aumento di capitale ex Art. 2443 primo comma secondo periodo del Codice civile, con facoltà attribuita agli amministratori giusta delibera assembleare di Class Editori del 27 aprile 2012.

Parti Correlate coinvolte nell'Operazione

Parte correlata dell'Emittente è parte conferente la partecipazione. Si tratta della PP Editore Srl, società di cui è socio e amministratore Unico Paolo Panerai, che è al tempo stesso Vicepresidente e Amministratore delegato di Class Editori.

Iter di approvazione dell'Operazione

L'operazione è stata approvata dal Consiglio di amministrazione del 27 aprile 2017, previo parere favorevole del Comitato OPC, richiesto preliminarmente in data 25.04.2017 dalla funzione AFC. Il Comitato Parti Correlate è composto dai consiglieri indipendenti, non esecutivi e non correlati Maria Grazia Vassallo e Vincenzo Manes e del consigliere non esecutivo e non correlato Angelo Riccardi.

Corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni simili

Il Consiglio ha deliberato di aumentare a pagamento il capitale sociale da euro 28.321.907,40 ad euro 29.377.982,50 e così per massimi euro 1.056.075,10 mediante emissione di n. 3.520.250 azioni ordinarie di categoria A, pari al 3,6% della Società, al valore di 0,98 ciascuna, con un sovrapprezzo pari a Euro 2.402.532,9, da sottoscrivere da parte della PP Editore Srl, che in cambio conferisce n. 120.000 azioni della società Class Pubblicità S.p.A pari al 18,35% del capitale, consentendo a Class Editori di acquisire direttamente e indirettamente il 94,62% di Class Pubblicità.

La congruità del valore della partecipazione da conferire è richiamata dalla valutazione operata dal dottor Antonio Coeli, partner della PKF Corporate Finance Srl, allegata alla presente.

In capo all'Emittente, che in questo momento ha quotazioni di borsa giudicate molto basse, si è posta la preoccupazione di non diluire significativamente l'azionariato per l'acquisto via conferimento di una quota comunque minoritaria, anche se preziosa ai fini di possibili future partnership. Per questo la trattativa si è indirizzata verso un valore unitario delle azioni di Class Editori da emettere particolarmente significativo. Dopo un'adequata negoziazione, è stato raggiunto l'accordo per cui a fronte del conferimento del 18,35%, fermo restando il valore della società certificato da Class Editori e dal conferente, allo stesso conferente siano assegnate 3.520.250 azioni al valore di 0,982 euro per azione. Questo valore per azione si confronta con:

- Il valore patrimoniale consolidato al bilancio 2015 di 0,45 euro;
- il valore patrimoniale consolidato contenuto nel progetto di bilancio 2016 approvato dal Consiglio di Amministrazione lo scorso 21 aprile, pari a 0,27 euro;
- il valore del corso di borsa del 25 aprile dell'azione Class Editori, pari a 0,37 euro;
- il valore della media ponderata per i volumi dell'azione Class Editori quotata in borsa degli ultimi 3-6-9-12 mesi, pari rispettivamente a 0,39-0,38-0,37-0,38 euro.
- la media del corso rettificato del titolo Class Editori degli ultimi 9 anni, pari a euro 0,982.

Le azioni che saranno emesse portano il totale delle azioni di Class Editori a 97.926.608 con la quota assegnata al conferente che sarà pari al 3,6% del capitale, quindi con una minima diluizione per gli attuali azionisti.

Con riferimento al criterio adottato dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione, si rileva che lo stesso risulta specificatamente influenzato dall'aspetto negoziale tra le parti, relativo all'operazione in essere. Inoltre, pur in considerazione della necessità ed opportunità di applicare metodologie di valutazioni omogenee, non è stato possibile applicare i medesimi criteri valutativi alla Class Editori ed alla Class Pubblicità in quanto il criterio della media ponderata dei prezzi di borsa, non risulta di fatto applicabile alla fattispecie della Class Pubblicità. Trattandosi di una società con azioni quotate in mercati regolamentati, il riferimento ai corsi di borsa, individuato dagli Amministratori appare, in linea di principio, coerente con la necessità di individuare un prezzo di emissione delle azioni. Infatti le quotazioni di borsa esprimono, di regola, un mercato efficiente, il valore attribuito dal mercato stesso alle azioni di trattazione e, conseguentemente, forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società a cui le azioni si riferiscono in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Gli Amministratori hanno considerato, anche alla luce del disposto previsto dall'art 2441, comma 6 del Codice Civile, un periodo di osservazione di 6 mesi del valore di quotazione del titolo. Tale periodo, come già indicato in precedenza, è stato identificato nei 6 mesi precedenti la data di delibera del Consiglio di Amministrazione di Class Editori; in virtù di ciò, nella determinazione del valore medio del titolo, non sono state considerate le rilevazioni dei prezzi di borsa nel periodo successivo alla data del 25 aprile 2017.

Motivazioni economiche e convenienza dell'Operazione

E' sotto gli occhi di tutti il trend globalmente negativo che sta avendo il mercato della pubblicità in Italia, ma in realtà in tutto il mondo. Non solo riduzione degli investimenti, specialmente nei paesi dove l'economia non cresce o cresce pochissimo come in Italia, ma anche profonda trasformazione dei processi di investimento (per esempio attraverso il così detto sistema Programmatic buying) e di passaggio dai media tradizionali a quelli digitali. In questo quadro stanno già avvenendo e avverranno sempre di più integrazioni e scambi azionari, fra concessionarie, sia per concentrare l'offerta sia per acquisire professionalità. Alla fine del 2013 la Fininvest ha operato l'accorpamento delle concessionarie Publitalia e Mediamond; nel 2014 la Rcs Pubblicità, concessionaria del gruppo Rcs Mediagroup, aveva preso in gestione la raccolta pubblicitaria nazionale, sia sul cartaceo sia sull'on-line, per La Stampa e LaStampa.it. testate dell'Editrice La Stampa. Nel 2016 la fusione tra Gruppo Espresso ed Itedi ha modificato fortemente lo scenario competitivo, unificando in capo alla Concessionaria Manzoni le testate del gruppo Repubblica-Espresso, La Stampa e Secolo XIX. Anche nel mondo puramente digitale sono avvenuti significativi accorpamenti di strutture di raccolta pubblicitaria, come testimoniano il caso Seat Pg-ItaliaOnline. Un esempio significativo, nel processo di quotazione di Telesia spa all'AIM, è stata la richiesta del mercato che la stessa Telesia, come nuovo media che unisce le caratteristiche della Tv a quelle del mezzo che può attuare il programmatic buying, potesse avere una partecipazione diretta nella società che da sempre raccoglie la sua pubblicità, Classpi, e dall'altra parte l'interesse di Classpi di mantenere un mezzo che va verso la modernità e consente di adeguare le professionalità e le metodologie moderne del settore. Class Editori intende perseguire tutte le strade che possono

portare a un'integrazione produttiva per la casa editrice con altre realtà complementari nel settore della raccolta pubblicitaria, soprattutto nel mondo della GO TV, segmento che (grazie al fattivo impegno di Class Editori e della FCP, la Federazione delle concessionarie) è passato dall'essere medium complementare del mondo dell'affissione a medium televisivo del day time in movimento. Ciò consente di entrare nel segmento della raccolta televisiva, di gran lunga preponderante nel mercato italiano, che nel 2016 ha raccolto il 60% del totale degli investimenti pubblicitari. L'ingresso di Telesia in Classpi, che storicamente è nata come joint venture con la Spi fino a quando questa è stata operativa sul mercato e poi ha visto, necessariamente, rilevare la quota della stessa Spi da privati, non avendo allora Class Editori i mezzi per acquisire il 49%, ha determinato una riduzione del controllo da parte di Class Editori vicino al 51%. Con questa riduzione si sono ridotte le possibilità di Class Editori di proporre o accogliere partnership come quella conclusa con Telesia. Si è quindi posta l'opportunità di rilevare la quota di minoranza (18,35%) ancora in possesso a privati. E' così stata verificata la disponibilità del detentore della quota PP Editore srl a cedere, ma avendo la possibilità di beneficiare sia pure indirettamente della valorizzazione che altre partnership possono determinare in Class Editori. In altri termini, è stato ipotizzato un conferimento, per il quale Class Editori si è dichiarato disponibile potendo contare ancora sulla delega ad effettuare aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione

Per ciò che concerne gli effetti patrimoniali si rimanda a quanto già indicato nel paragrafo "Corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari". In particolare tale operazione consente, attraverso la emissione e sottoscrizione di n. 3.520.250 azioni della Class Editori da parte di PP Editori ad un valore pari ad euro 0,98 ciascuna, un rafforzamento patrimoniale della Class Editori per un importo complessivo pari a euro 3.449.845,00, di cui euro 1.056.075,10 come aumento del valore del capitale sociale ed euro 2.393.769,90 ad incremento della riserva sovrapprezzo azioni. Oltre a quanto indicato per gli effetti patrimoniali, tale operazione non ha comportato né effetti economici né finanziari.

Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Class e/o di società da questa controllate

Non c'è alcuna incidenza e non sono previste variazioni nei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Class e delle società da questa controllate in conseguenza dell'Operazione.

Nel caso di operazioni ove le parti correlate coinvolte siano i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente, informazioni relative agli strumenti finanziari dell'emittente medesimo detenuti dai soggetti sopra individuati e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie, previste dai paragrafi 14.2 e 17.2 dell'allegato I al Regolamento n. 809/2004/CE.

Paolo Panerai, vicepresidente e amministratore delegato dell'Emittente direttamente, detiene prima dell'Operazione, il 10,056% delle azioni dell'Emittente. Non detiene opzioni sul capitale dell'Emittente.

Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Class coinvolti nell'Operazione

L'operazione è stata condotta per la Società dal consigliere delegato Gabriele Capolino, coadiuvato dal direttore AFC e dirigente preposto Gianluca Fagiolo. L'Operazione, per quanto di competenza dell'Emittente, è stata condotta in persona dal consigliere delegato Gabriele Capolino, dotato di tutti i poteri di ordinaria e straordinaria amministrazione. Il Comitato OPC che ha esaminato l'Operazione è composto dai consiglieri indipendenti e non esecutivi Maria Grazia Vassallo e Vincenzo Manes e del consigliere non esecutivo Angelo Riccardi. Per altre informazioni si rimanda al punto "Iter di approvazione dell'operazione".

Se la rilevanza dell'Operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell'articolo 5, comma 2, di più operazioni compiute nel corso dell'esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest'ultima sia alla Società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni.

La fattispecie descritta non è applicabile in relazione all'Operazione.

Documenti a disposizione del pubblico

Il presente Documento Informativo e i relativi Allegati sono messi a disposizione del pubblico presso la sede legale di Class in Milano, Via Burigozzo n. 5, sul sito internet dell'Emittente all'indirizzo www.classeditori.it, sezione Investor relation.

3. ALLEGATI

- Parere del Comitato Parti Correlate.
- Valutazione operata dal dottor Coeli, partner della PKF Corporate Finance S.r.l.

Verbale del Comitato per le Operazioni con parti correlate di Class Editori

Alle ore 12 del 27 aprile 2017 si è riunito il Comitato per le operazioni con parti correlate (OPC) di Class Editori, nelle persone dell'avvocato Maria Grazia Vassallo, presidente, del dottor Angelo Riccardi e del dottor Vincenzo Manes presente in teleconferenza.

Il Comitato è stato convocato in seguito alla segnalazione della funzione AFC, su richiesta del consigliere delegato Gabriele Capolino, e riguardante un'operazione che si configura con una parte correlata.

Informazioni relative all'operazione

Il Consiglio di Amministrazione di Class Editori, nel corso della riunione del 27 aprile 2017, sarà chiamato a utilizzare la facoltà (prevista dall'art. 6 comma 2 dello Statuto Sociale, conferita ai sensi dell'art. 2441, quarto comma, richiamato dall'art. 2443, secondo periodo, del codice civile, dall'Assemblea Straordinaria del 27 aprile 2012) di aumentare a pagamento il capitale sociale, in una o più volte, entro il termine massimo di cinque anni dalla data della delibera medesima, per un importo massimo del 10% del capitale esistente alla data della delibera, e così per un importo massimo di euro 1.056.075,10 e con esclusione del diritto di opzione.

Il Consiglio delibererebbe l'emissione di complessive 3.520.250 azioni ordinarie di categoria A prive di valore nominale, pari al 3,6% del capitale esistente alla data del 27 aprile 2017. L'aumento di capitale in oggetto sarebbe deciso per acquisire da una parte correlata il 18,35% di Class Pubblicità Spa, che consentirebbe a Class Editori di salire al 76,44% del capitale di Class Pubblicità Spa. Alla data della presente il capitale sociale deliberato ammonta ad euro 28.321.907,40.

Parti Correlate coinvolte nell'Operazione

Parte correlata dell'Emittente è parte venditrice della partecipazione. Si tratta della PP Editore Srl, società di cui è socio e Amministratore Unico Paolo Panerai, che è al tempo stesso Vicepresidente e Amministratore delegato di Class Editori.

Corrispettivo dell'Operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

Il valore della partecipazione ceduta è pari a 3.449.800 euro per il 18,35% della società Class Pubblicità. Il valore implicito della società è pari a 18.800.000 euro. La congruità del valore della partecipazione ceduta è richiamata dalla valutazione operata dal dottor Antonio Coeli in qualità di amministratore della PKF Corporate finance Srl,, che è stata sottoposta all'attenzione del Comitato.

In capo all'Emittente, che in questo momento ha quotazioni di borsa giudicate molto basse, si è posta la preoccupazione di non diluire significativamente l'azionariato per l'acquisto via conferimento di una quota comunque minoritaria, anche se preziosa ai fini di possibili future partnership. Dopo un'adequata negoziazione, è stato raggiunto l'accordo per cui a fronte del conferimento del 18,35%, fermo restando il valore della società certificato da Class Editori e dal conferente, allo stesso conferente siano assegnate 3.520.250 azioni al valore di 0,982 euro per azione. Questo valore per azione si confronta con:

- Il valore patrimoniale consolidato al bilancio 2015 di 0,45 euro;
- il valore patrimoniale consolidato contenuto nel bilancio 2016 approvato dal cda lo scorso 21 giugno, pari a 0,27 euro;
- il valore del corso di borsa del 25 aprile 2017 dell'azione Class Editori, pari a 0,37 euro;



- il valore della media ponderata per i volumi dell'azione Class Editori quotata in borsa degli ultimi 3-6-9-12 mesi, pari rispettivamente a 0,39-0,38-0,37-0,38 euro;
- la media del corso rettificato del titolo a nove anni, pari a 0,98 euro.

Le azioni che saranno emesse portano il totale delle azioni di Class Editori a 97.926.608 con la quota assegnata al conferente che sarà pari al 3,6% del capitale, quindi con una minima diluizione per gli attuali azionisti.

Motivazioni economiche e convenienza dell'Operazione

E' sotto gli occhi di tutti il trend globalmente negativo che sta avendo il mercato della pubblicità in Italia, ma in realtà in tutto il mondo. Non solo riduzione degli investimenti, specialmente nei paesi dove l'economia non cresce o cresce pochissimo come in Italia, ma anche profonda trasformazione dei processi di investimento (per esempio attraverso il così detto sistema Programmatic buying) e di passaggio dai media tradizionali a quelli digitali. In questo quadro stanno già avvenendo e avverranno sempre di più integrazioni e scambi azionari, fra concessionarie, sia per concentrare l'offerta sia per acquisire professionalità. Alla fine del 2013 la Fininvest operò l'accorpamento delle concessionarie Publitalia e Mediamond; nel 2014 la Rcs Pubblicità, concessionaria del gruppo Rcs Mediagroup, aveva preso in gestione la raccolta pubblicitaria nazionale, sia sul cartaceo sia sull'on-line, per La Stampa e LaStampa.it. testate dell'Editrice La Stampa. Nel 2016 la fusione tra Gruppo Espresso ed Itedi ha modificato fortemente lo scenario competitivo, unificando in capo alla Concessionaria Manzoni le testate del gruppo Repubblica-Espresso, La Stampa e Secolo XIX. Anche nel mondo puramente digitale sono avvenuti significativi accorpamenti di strutture di raccolta pubblicitaria, come testimonia il caso SeatPg-ItaliaOnline.

Un esempio significativo, nel processo di quotazione di Telesia spa all'AIM, è stata la richiesta del mercato che la stessa Telesia, come nuovo media che unisce le caratteristiche della Tv a quelle del mezzo che può attuare il programmatic buying, potesse avere una partecipazione diretta nella società che da sempre raccoglie la sua pubblicità, Classpi, e dall'altra parte l'interesse di Classpi di mantenere un mezzo che va verso la modernità e consente di adeguare le professionalità e le metodologie moderne del settore. Class Editori intende perseguire tutte le strade che possono portare a un'integrazione produttiva per la casa editrice con altre realtà complementari nel settore della raccolta pubblicitaria, soprattutto nel mondo della GO TV, segmento che (grazie al fattivo impegno di Class Editori e della FCP, la Federazione delle concessionarie) è passato dall'essere medium complementare del mondo dell'affissione a medium televisivo del day time in movimento. Ciò consente di entrare nel segmento della raccolta televisiva, di gran lunga preponderante nel mercato italiano, che nel 2016 ha raccolto il 60% del totale degli investimenti pubblicitari. L'ingresso di Telesia in Classpi, che storicamente è nata come joint venture con la Spi fino a quando questa è stata operativa sul mercato e poi ha visto, necessariamente, rilevare la quota della stessa Spi da privati, non avendo allora Class Editori i mezzi per acquisire il 49%, ha determinato una riduzione del controllo da parte di Class Editori vicino al 51%. Con questa riduzione si sono ridotte le possibilità di Class Editori di proporre o accogliere partnership come quella conclusa con Telesia. Si è quindi posta l'opportunità di rilevare la quota di minoranza (18,35%) ancora in possesso a privati. E' così stata verificata la disponibilità del detentore della quota PP editore srl, a cedere ma avendo la possibilità di beneficiare sia pure indirettamente della valorizzazione che altre partnership possono determinare in Class Editori. In altri termini, è stato ipotizzato un conferimento, per il quale Class Editori si è dichiarato disponibile potendo contare ancora sulla delega ad effettuare aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Class e/o di società da questa controllate

Il Comitato ha verificato che non c'è alcuna incidenza e non sono previste variazioni nei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Class e delle società da questa controllate in conseguenza dell'Operazione.



Nel caso di operazioni ove le parti correlate coinvolte siano i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti dell'emittente, informazioni relative agli strumenti finanziari dell'emittente medesimo detenuti dai soggetti sopra individuati e agli interessi di questi ultimi in operazioni straordinarie, previste dai paragrafi 14.2 e 17.2 dell'allegato I al Regolamento n. 809/2004/CE.

Il Comitato prende atto dai documenti ufficiali trasmessi alla Consob che Paolo Panerai, vicepresidente e amministratore delegato dell'Emittente, detiene il 10,017% delle azioni dell'Emittente. Non detiene opzioni sul capitale dell'Emittente.

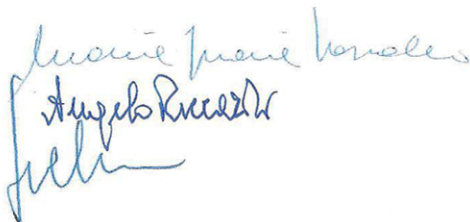
Valutazione dell'operazione.

Dopo ampio esame, il Comitato ritiene che l'operazione fin qui descritta e analizzata risponda ai criteri di convenienza e correttezza sostanziale previsti dalla procedura OPC adottata dalla Casa editrice in data 22 marzo 2011.

Il presidente Avv. Maria Grazia Vassallo

I consiglieri Dott. Angelo Riccardi

Dott. Vincenzo Manes



PARTECIPAZIONE DI CLASSPI S.P.A.

Relazione di valutazione

Aprile 2017

Spett.li
CLASS EDITORI S.p.A.
Via M. Burigozzo, 5
20122 Milano

e

PP EDITORE S.R.L.
Via Tortona, 21
20144 Milano

Alla cortese attenzione del Consiglio di Amministrazione di Class Editori e di PP Editore

Verona, 27 aprile 2017

Sulla base dell'incarico recentemente conferitoci congiuntamente da Class Editori S.p.A. (nel seguito "Class Editori" o "Conferitaria") e PP Editore S.r.l. (nel seguito anche "Conferente"), si è proceduto alla determinazione del valore corrente con riferimento alla data del 31 dicembre 2016 del pacchetto azionario costituito da n. 120.000 azioni ordinarie del valore nominale di 0,52 Euro per azione (di seguito la "Partecipazione") rappresentanti circa il 18,35% del capitale sociale della Classpi S.p.A. (nel seguito la "Società"), attualmente detenute dalla PP Editore S.r.l., ai sensi dell'articolo 2343-ter secondo comma lettera b) del codice civile, per il conferimento di tale Partecipazione dalla PP Editore S.r.l. alla Class Editori, la quale a sua volta già possiede n. 380.000 azioni di Classpi ed esercita la direzione e il coordinamento di tale Società. Il capitale sociale della Conferitaria ammonta a Euro 28.321.907,40 ed è attualmente detenuto per il 60,80% da Euroclass Multimedia Holding SA, per il 10,10% da Paolo Panerai e per il 29,10% dal mercato, essendo le azioni di Class Editori quotate alla borsa di Milano dal 30 novembre 1998. L'aumento di capitale

sociale che sarà deliberato dalla Conferitaria sarà sottoscritto dalla Conferente mediante conferimento di beni rappresentati, nello specifico, da azioni della Classpi.

Il lavoro è stato svolto sulla base dei seguenti presupposti:

- ◇ Per lo svolgimento del presente incarico ci si è basati sulla seguente documentazione:
 - Bilanci di Classpi certificati da PKF Italia S.p.A. per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2014 e 2015 e da BDO Italia S.p.A. per l'esercizio 2016;
 - Piano economico e patrimoniale 2017-2021 di Classpi predisposto dal management della Società;
 - Dati e informazioni forniteci, su nostra richiesta, dal personale di Classpi;
 - Studi di settore predisposti da fonti indipendenti, associazioni di categoria e altre informazioni disponibili al pubblico.
- ◇ L'analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese), all'infuori di quelle eventualmente portate a nostra conoscenza da parte del management di Classpi.
- ◇ Il parere è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.).
- ◇ La ratio che ispira la disposizione legislativa contenuta nel codice civile è la tutela di interessi rilevanti per la collettività, con la garanzia dell'integrità del capitale ed evitando sopravvalutazioni dei beni conferiti a danno dei futuri creditori sociali, i quali possono confidare esclusivamente sul patrimonio sociale. Il parere è soggetto ad utilizzo, da parte dell'impresa conferente l'incarico, con riferimento esclusivo alle finalità qui esposte.

Inoltre, il lavoro svolto si è basato su dati e informazioni storiche e prospettiche forniteci dal

management di Classpi, preparate in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettano le migliori previsioni attualmente disponibili in relazione ai futuri risultati finanziari della Società e quindi della Partecipazione.

L'incarico non ha previsto, con riferimento ai bilanci della Società, lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di revisione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di tipo fiscale, contrattuale, previdenziale o di altro genere. Al riguardo, al di là delle verifiche di ragionevolezza effettuate, sono stati assunti come attendibili e corrispondenti al vero tutte le informazioni trasmesse dalla Società, i cui bilanci sono peraltro certificati. I dati e le informazioni fornite rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del management di Classpi, da cui ci è stata rilasciata una conferma scritta (*representation letter*) circa le attestazioni che hanno maggiormente influenzato le conclusioni da noi raggiunte.

Il valore corrente teorico della Partecipazione ha richiesto, come fase preliminare, la determinazione del valore corrente dell'intero capitale economico della Classpi, che è stato ottenuto applicando il metodo finanziario dell'*Unlevered Discounted Cash Flow*: tale metodo ravvisa nella capacità dell'azienda di generare flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. Il valore così ottenuto deve essere considerato un valore teorico di riferimento da non confondere con il possibile prezzo di acquisizione o cessione della Partecipazione, che potrebbe essere determinato sulla base di ulteriori considerazioni e di altri elementi contingenti e soggettivi (come ad esempio, specifiche considerazioni svolte da una delle parti contraenti sulla Partecipazione, eventuale urgenza di una delle parti contraenti a concludere l'operazione, esistenza di eventuali benefici o costi di natura fiscale connessi all'operazione, possibili sinergie emergenti per una delle parti contraenti dall'eventuale transazione).

Si rileva, infine, che il valore corrente della Partecipazione, se ed in quanto basato su dati di natura previsionale, dipende dall'effettivo verificarsi delle ipotesi e delle assunzioni utilizzate dal management per la quantificazione dei dati futuri.

Tutto ciò premesso, si ritiene che il valore corrente della Partecipazione di Classpi determinato con riferimento alla data del 31 dicembre 2016, sulla base del piano predisposto dal management si collochi nell'intorno di Euro 3.458.608.

PKF CORPORATE FINANCE S.R.L.



Antonio Coeli

INDICE

1	Profilo della Società	6
1.1	Informazioni generali	6
1.2	Analisi dei dati storici	7
2.	Procedimento di valutazione	10
2.1.	Criteri di valutazione	11
2.1.1.	Criteri del costo	11
2.1.2.	Criteri economico finanziari	11
2.1.3.	Criteri di mercato	12
2.1.4.	Criteri misti	13
2.2.	Scelta dei criteri e dei metodi di valutazione	13
2.3.	Documentazione di riferimento	14
2.4.	Limiti del lavoro	14
3.	La valutazione della Società e della Partecipazione	15
3.1	Metodo finanziario Unlevered Discounted Cash flow	15
3.2.	Determinazione delle grandezze	17
3.2.1.	Periodo di proiezione esplicita	17
3.2.2.	Flussi finanziari unlevered per il periodo di proiezione esplicita	17
3.2.3.	Valore residuo	18
3.2.4.	Costo medio ponderato del capitale investito	20
3.2.5.	Valore operativo	23
3.2.6.	Valore dei surplus assets	23
3.2.7.	Consistenza della posizione finanziaria netta	23
3.3.	Calcolo del valore corrente della Società e della Partecipazione	24

ALLEGATI

I	Dati storici e prospettici di Classpi
II	Determinazione dei flussi finanziari unlevered
III	Determinazione dei tassi
IV	Calcolo del valore corrente

1 PROFILO DELLA SOCIETÀ

1.1 INFORMAZIONI GENERALI

La Classpi opera nell'ambito del gruppo facente capo alla Class Editori S.p.A. (nel seguito il "Gruppo"), società quotata in Borsa dal 1998 e al cui controllo e coordinamento la Classpi è soggetta ai sensi dell'art. 2497 bis del Codice Civile. Successivamente all'aumento di capitale perfezionato il 14 febbraio 2017, il capitale sociale della Classpi ammonta a Euro 339.976,00, interamente sottoscritto e versato, ed è costituito da n. 653.800 di azioni da Euro 0,52 cadauna, ripartito come indicato nella seguente tabella:

Azionista	Valore nominale	n. azioni	quota %
Class Editori S.p.A.	197.600	380.000	58,12%
Telesia S.p.A.	79.976	153.800	23,52%
Paolo Panerai Editori S.r.l.	62.400	120.000	18,35%
Totale	339.976	653.800	100,00%

Il citato aumento di capitale è stato interamente sottoscritto da Telesia S.p.A., altra società del Gruppo, tramite rinuncia a crediti commerciali nei confronti di Classpi per complessivi Euro 4.000.338 relativi all'attività di raccolta pubblicitaria del 2015 e 2016.

La sede legale della Società è in Via M. Burigozzo, 5 a Milano e con codice fiscale e P.IVA n. 09864610150.

La composizione del Consiglio di Amministrazione di Classpi è la seguente:

- Angelo Sajeve, presidente CdA e consigliere delegato
- Gianalberto Zapponini, vice-presidente e consigliere delegato
- Gianluca Fagiolo, consigliere delegato
- Paolo Andrea Panerai, consigliere delegato
- Gabriele Capolino, consigliere
- Andrea Salvati, consigliere.

1.2 ANALISI DEI DATI STORICI

Classpi svolge l'attività di concessionaria pubblicitaria per i mezzi del Gruppo facente a capo a Class Editori e gestisce un portafoglio "media" che comprende stampa quotidiana, periodici, tv "in home" e "out of home", radio, web, mobile ed eventi multimediali.

I ricavi della Società sono composti principalmente dalle commissioni riscosse sulla vendita degli spazi pubblicitari dei mezzi del Gruppo (circa 62% dei ricavi totali nel 2016), dai ricavi per prestazioni di servizi resi al Gruppo per sostenere le vendite degli spazi pubblicitari promuovendone le testate (circa il 15%) e da ricavi inerenti le attività di conference ed eventi conseguenti all'organizzazione nell'esercizio di importanti iniziative (circa il 14%).

La seguente tabella riepiloga le principali grandezze economiche degli ultimi anni.

Tab. 1.2.1. Principali grandezze economiche

<i>Importi in migliaia di Euro</i>	<i>2014</i>	<i>2015</i>	<i>2016</i>
Val. produzione	12.142	11.690	10.604
EBIT	(1.019)	232	(319)
EBITDA	1.795	1.244	(180)
Utile netto	453	375	53

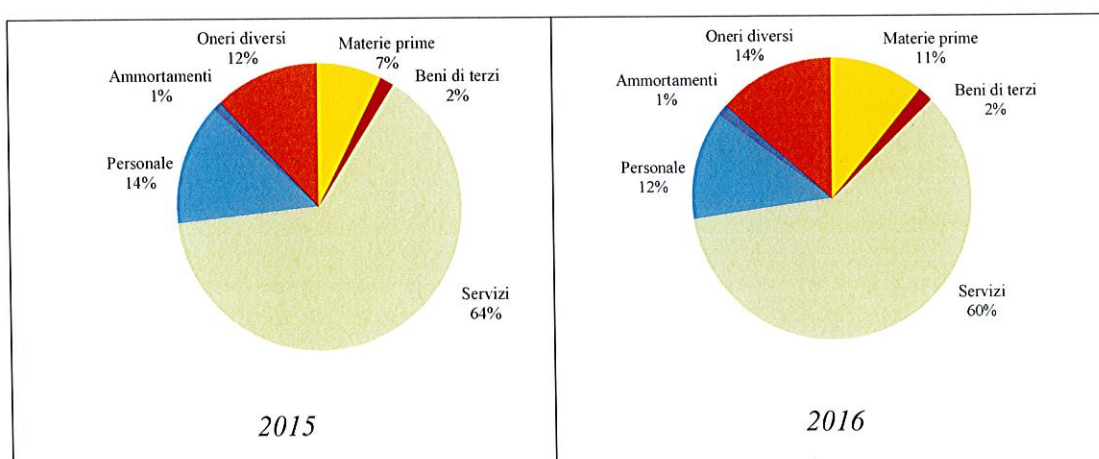
Fonte: Bilanci della Società.

Nell'esercizio 2016 la Società ha registrato la riduzione di circa un milione di Euro del valore della produzione, attribuibile da un lato alla riduzione della componente commissionale per la minore raccolta pubblicitaria (circa 2,2 milioni di Euro in meno nel 2016 rispetto al 2015) e dall'altro all'aumento dei ricavi dall'organizzazione di conferenze ed eventi (circa 1,1 milione di Euro in più nel 2016 rispetto al 2015), come Class Digital Experience Week, iniziativa dedicata alla conoscenza e divulgazione ai cittadini dell'innovazione digitale, Gentleman Le Icone del XXI Secolo e il Summit del Risparmio e degli Investimenti.

Secondo quanto riportato dalla Società, il mercato pubblicitario italiano nel 2016 si è incrementato dell'1,7% rispetto al 2015 (fonte Nielsen) e la componente maggiore di tale incremento è stata realizzata dalle tv generaliste (+5,4%); al netto di tale incremento delle tv generaliste, la performance del mercato è stata negativa per circa il 3,4% rispetto al 2015. La leggera ripresa dell'economia non si è riflessa finora in un aumento degli investimenti in comunicazione da parte delle imprese, che sono alla base dei ricavi pubblicitari. La raccolta sui quotidiani, inoltre, si è ridotta sia per la minore pubblicità finanziaria connessa alla mutata normativa e alla modesta attività di nuove emissioni e quotazioni rilevata sui mercati, sia alla minore pubblicità legale relativa ad aste e appalti pubblici, i cui obblighi di legge sono stati ripristinati solo nell'ultima parte dell'anno.

Nonostante tale contrazione, la Società è riuscita a contenere la perdita di margine con un'azione di efficientamento costi e razionalizzazione delle risorse. Su un ammontare totale di costi operativi di circa 11,5 milioni di Euro nel 2015 e di 10,9 milioni di Euro nel 2016, le principali voci di costo sono i servizi (7,4 e 6,5 milioni di Euro nel 2015 e nel 2016), il personale (1,6 e 1,4 milioni di Euro nel 2015 e 2016) e i costi per materie prime e di consumo (0,8 e 1,2 milioni di Euro nel 2015 e 2016).

Tab. 1.2.2. Composizione costi operativi



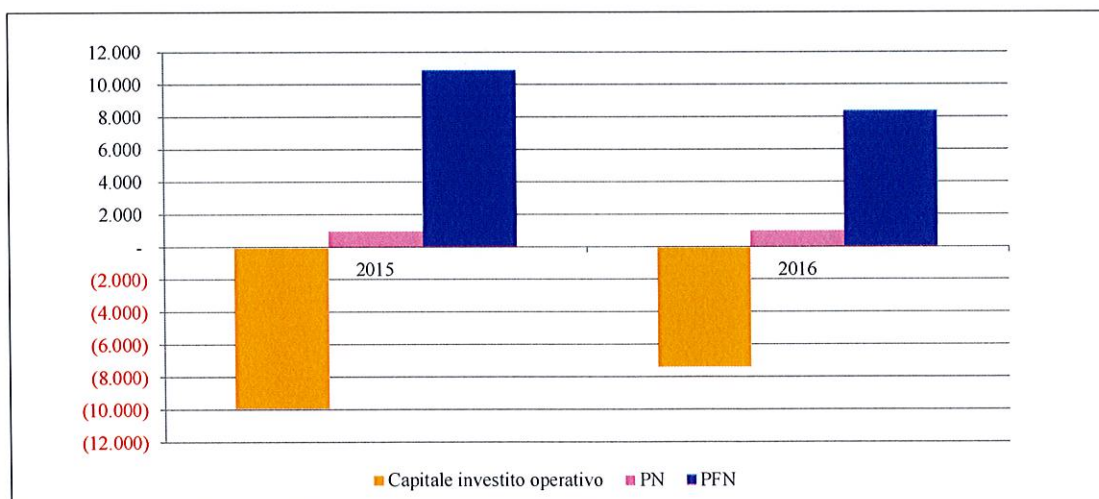
Fonte: Bilanci della Società.

In particolare, i costi per servizi si riferiscono principalmente a costi commerciali

(rispettivamente 64,0% e 65,8% del totale servizi nel 2015 e 2016), a prestazioni di servizi per il Gruppo (7,3% e 8,2%), a spese generali (7,4% e 6,8%) e addebiti al Gruppo come “quota editore eventi” (4,3% e 5,4%), che complessivamente coprono circa l’86% del totale costi per servizi.

Quanto alla gestione finanziaria, Classpi storicamente ha una posizione finanziaria netta positiva che, al 31 dicembre 2016, ammonta a 8.367 migliaia di Euro, di cui 117 migliaia di Euro di disponibilità liquide, 9.308 migliaia di Euro di crediti finanziari verso società del Gruppo e 1.058 migliaia di Euro di debito verso banche, importo conseguente al rifinanziamento delle linee di credito di tutto il Gruppo, con scadenza al 2020 e tasso di interesse pari al 2,5%. La riduzione rispetto alla posizione finanziaria netta di 10.880 migliaia di Euro del 2015 è da attribuirsi principalmente alla riduzione dei crediti finanziari intragruppo, a loro volta connessi alla contrazione del giro d’affari.

Tab. 1.2.3. Struttura patrimoniale



Fonte: Bilanci della Società.

Il capitale investito operativo è costituito principalmente dal capitale circolante netto, di importo negativo (ovvero con prevalenza dei debiti correnti sui crediti correnti), che al 31 dicembre 2016 ammonta a -7.999 migliaia di Euro, a fronte delle -10.178 migliaia a fine esercizio precedente: l’incremento di circa 2,2 milioni di Euro è attribuibile all’aumento dei crediti commerciali (+14,6 milioni di Euro) superiore all’aumento dei debiti verso fornitori

(+12,2 milioni di Euro) mentre le altre voci relative a rimanenze, altri crediti, altri debiti, fondo TFR hanno subito variazioni di importo relativamente poco significativo.

Le attività immobilizzate, invece, ammontano al 31 dicembre 2016 a 1.304 migliaia di Euro e includono 506 migliaia di Euro di immobilizzazioni materiali, principalmente costituite da mobili, arredi e macchine ordinarie (463 migliaia di Euro), 39 migliaia di Euro di immobilizzazioni immateriali, altrettanti di immobilizzazioni finanziarie riferite a depositi cauzionali e 719 migliaia di Euro di crediti per imposte anticipate. L'incremento netto di 442 migliaia di Euro registrato tra il 2015 e il 2016 è attribuibile per oltre il 95% ad acquisti di arredi e macchine ordinarie.

2. PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE

Come è noto non esistono formule o regole definite cui attenersi per effettuare valutazioni di aziende o di parti di esse. La dottrina e la prassi professionale hanno tuttavia sviluppato criteri (e metodologie) che riscontrano generale accettazione presso gli operatori.

Questi criteri si differenziano tra loro in quanto pongono l'enfasi su aspetti diversi dell'azienda da valutare. Essi, inoltre, seppure corretti sotto il profilo concettuale, presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, derivanti dalla corretta identificazione delle variabili essenziali delle formule sottostanti.

I criteri di valutazione (e, all'interno di questi, i metodi di valutazione) debbono essere pertanto opportunamente scelti in funzione della natura e delle caratteristiche dell'azienda da valutare, nonché delle finalità della valutazione stessa.

Prima di illustrare i criteri e i metodi che si è scelto di adottare nel caso in questione, riteniamo opportuno indicare brevemente i caratteri fondamentali di quelli che vengono comunemente proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente.

2.1. CRITERI DI VALUTAZIONE

2.1.1. CRITERI DEL COSTO

I criteri del costo si fondano sull'ipotesi che un investitore razionale attribuisca ad un bene esistente un valore non superiore al suo costo di sostituzione (o di riproduzione). Il costo di sostituzione (o di riproduzione) include gli oneri associati alla costruzione, ai prezzi applicabili alla data di riferimento della valutazione, di beni simili aventi utilità equivalente.

I criteri del costo sono di norma applicati mediante l'utilizzo di metodi patrimoniali. Secondo tali metodologie, il valore è il risultato di una stima, a valori di mercato e in ipotesi di continuità di gestione, di tutte le attività materiali ed immateriali (nei casi in cui esse possano essere determinate singolarmente), diminuite di tutte le passività.

Tali metodi non prendono in esplicita considerazione gli aspetti inerenti la capacità dell'azienda di produrre risultati economici.

2.1.2. CRITERI ECONOMICO FINANZIARI

I criteri economico finanziari si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei benefici futuri ottenibili dal suo utilizzo.

I criteri economico finanziari sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie:

(a) Metodi reddituali

I metodi reddituali ravvisano nella capacità dell'azienda di generare risultati economici positivi l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei redditi futuri (considerati per un periodo di tempo limitato, ovvero illimitato). Il tasso utilizzato ai fini dell'attualizzazione (o capitalizzazione) del reddito è, di norma, basato sul tasso di rendimento del capitale di rischio.

Tali metodi trovano spesso applicazione nelle aziende commerciali e di servizi, o qualora gli aspetti reddituali siano prevalenti rispetto a quelli patrimoniali.

(b) Metodi finanziari

I metodi finanziari ravvisano nella capacità dell'azienda di produrre flussi di cassa l'elemento fondamentale ai fini della valutazione. In particolare, il valore di un'azienda è il risultato della somma algebrica del valore attuale dei flussi di cassa che la stessa sarà in grado di generare in futuro. Il tasso di attualizzazione utilizzato per scontare al valore attuale i flussi di cassa attesi in futuro può essere il tasso di rendimento del capitale di rischio, ovvero il costo medio ponderato del capitale, a seconda della configurazione di flusso di cassa considerato.

Tali metodi trovano spesso applicazione nei casi in cui sono disponibili proiezioni economiche e patrimoniali di medio-lungo termine.

2.1.3. CRITERI DI MERCATO

I criteri di mercato si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo fatto in scambi di beni similari avvenuti nel recente passato.

I criteri di mercato sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie.

(a) Metodi di borsa**i. Metodo dei prezzi di borsa**

Il metodo dei prezzi di borsa consiste nel riconoscere ad un'azienda quotata un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico, a prescindere dagli effettivi valori patrimoniali e reddituali, storici e prospettici.

ii. Metodo dei multipli di borsa

Il metodo dei multipli di borsa consiste nel raffrontare il ramo d'azienda, o la società, da valutare con società quotate similari.

Tale metodo è utilizzato per la valutazione di aziende con titoli non quotati su mercati regolamentati, ma che abbiano caratteristiche assimilabili a società quotate.

(b) Metodi delle transazioni comparabili

I metodi delle transazioni comparabili consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari

ai prezzi realizzatisi in transazioni recenti al di fuori del mercato regolamentato, aventi per oggetto aziende simili.

2.1.4. CRITERI MISTI

I criteri misti si fondano sull'ipotesi che il valore di un bene dipenda sia dal suo costo di sostituzione (o di riproduzione), sia dalla sua capacità di produrre benefici economici futuri.

Tali criteri sono di norma applicati mediante l'utilizzo dei metodi misti patrimoniali reddituali. Questi determinano il valore di un'azienda sulla base di una valutazione analitica di tutte le attività, debitamente diminuite di tutte le passività, rettificata per tenere conto dei redditi generabili dal complesso aziendale.

2.2. SCELTA DEI CRITERI E DEI METODI DI VALUTAZIONE

La dottrina e la prassi professionale ritengono che la scelta del criterio metodologico applicabile in ogni valutazione debba essere opportunamente scelto in relazione alla natura ed alle caratteristiche dell'azienda da valutare.

Normalmente, i criteri di valutazione economico finanziari, basati sul presupposto che il valore di un bene sia pari al valore attuale dei flussi reddituali o dei flussi di cassa che questo sarà in grado di produrre nel futuro, sono generalmente da preferirsi. Nel caso in esame, la tipologia di attività svolta dalla Società e la sua struttura economica-patrimoniale, indicano che le considerazioni di carattere economico e finanziario risultano predominanti ai fini della valutazione. Questi aspetti trovano rappresentazione nel piano pluriennale predisposto dalla Società.

Si è dunque ritenuto opportuno adottare un criterio di valutazione economico finanziario e, all'interno di questo, il metodo finanziario dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (UDCF), come metodo di base per determinare il valore complessivo della Società e di conseguenza della Partecipazione, anche in considerazione del superamento dell'esigenza di attribuire in modo puntuale un valore estimativo a ciascun elemento conferito, in questo caso le azioni.

Il metodo dell'*Unlevered discounted cash flow*, applicato ai dati prospettici del piano 1 gennaio 2017 - 31 dicembre 2021 fornitoci dalla Società, sembra infatti consentire l'adeguata valorizzazione degli aspetti caratterizzanti la situazione presente e futura della Società, correlando il valore del capitale economico alla capacità di produrre flussi di cassa per la remunerazione dei terzi finanziatori e degli azionisti, nonché al valore del debito contratto dall'azienda alla data di riferimento della valutazione.

2.3. DOCUMENTAZIONE DI RIFERIMENTO

Ai fini della determinazione del valore corrente teorico della Società, abbiamo utilizzato la seguente documentazione principale:

- Bilanci di Classpi certificati da PKF Italia S.p.A. per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2014 e 2015 e da BDO Italia S.p.A. per l'esercizio 2016;
- Piano economico e patrimoniale 2017-2021 di Classpi predisposto dal management della Società;
- Dati e informazioni forniteci, su nostra richiesta, dal personale di Classpi;
- Studi di settore predisposti da fonti indipendenti, associazioni di categoria e altre informazioni disponibili al pubblico.

2.4. LIMITI DEL LAVORO

L'analisi non ha riguardato l'individuazione o la quantificazione di eventuali passività potenziali (o di minori attività attese), all'infuori di quelle eventualmente portate a conoscenza da parte del management della Società.

Il parere è formulato alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e pertanto non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e non prevedibile (nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale, catastrofi naturali, sociali e politiche, nazionalizzazioni, etc.).

La ratio che ispira la disposizione legislativa contenuta nel codice civile è la tutela di interessi rilevanti per la collettività: la perizia di stima deve evitare sopravvalutazioni dei beni conferiti a danno dei futuri creditori sociali, i quali possono confidare esclusivamente sul patrimonio sociale. La perizia esprime quindi il valore effettivo dell'oggetto di conferimento. Il presente documento è soggetto ad utilizzo, da parte dei soggetti conferenti l'incarico, con riferimento esclusivo alle finalità qui esposte.

Il lavoro si è basato su dati e informazioni storiche e prospettiche fornite dal management di Classpi, preparate in modo obiettivo su elementi di ipotesi che riflettano le migliori previsioni attualmente disponibili in relazione ai futuri risultati finanziari e alle condizioni economiche della Società.

L'incarico non ha previsto, con riferimento ai bilanci della Società, lo svolgimento di verifiche contabili integrative o di revisione, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di tipo fiscale, contrattuale, previdenziale o di altro genere. Al riguardo, al di là delle verifiche di ragionevolezza effettuate, sono stati assunti come attendibili e corrispondenti al vero tutte le informazioni trasmesse dalla Società, i cui bilanci sono peraltro certificati. I dati e le informazioni fornite rimangono di esclusiva pertinenza e responsabilità del management di Classpi.

3. LA VALUTAZIONE DELLA SOCIETÀ E DELLA PARTECIPAZIONE

3.1 METODO FINANZIARIO UNLEVERED DISCOUNTED CASH FLOW

Il metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* (di seguito definito il "metodo dell'UDCF"), nella formulazione proposta dalla dottrina e utilizzata dalla prassi professionale prevalente, si basa sul presupposto che il valore del patrimonio netto di un'azienda ad una certa data sia rappresentato dalla somma algebrica dei seguenti elementi:

- ◇ Valore “operativo”, pari al valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell’azienda. In conformità alla dottrina e alla prassi professionale prevalente, il valore “operativo” dell’azienda è stato determinato sulla base delle sue componenti:
 - Valore attuale dei flussi di cassa prodotti dalla gestione operativa dell’azienda in un arco di tempo definito (periodo di proiezione esplicita),
 - Valore attuale delle attività operative dell’azienda al termine del periodo di proiezione esplicita (valore residuo);
- ◇ Valore delle attività accessorie non strategiche o strumentali alla data di riferimento;
- ◇ Consistenza della posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

Con l’adozione del metodo dell’UDCF, il valore del patrimonio netto di un’azienda viene determinato sulla base della seguente formula:

$$W = V_o + SA - L$$
$$W = \left[\sum_{t=1}^n F_{(t)} (1 + WACC)^{-t} + F_{(n)} (1 + WACC)^{-n} \right] + SA - L$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

- W** Valore corrente teorico del capitale dell’azienda che si intende valutare;
- V_o** Valore “operativo” del capitale strumentale investito;
- F(t)** Flussi finanziari “unlevered” per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;
- F(n)** Valore residuo della sola attività operativa del complesso aziendale alla fine dell’ultimo periodo di previsione esplicita;
- WACC** Costo medio ponderato del capitale investito;
- SA** Valore attribuito ai beni non strumentali (“Surplus Assets”);
- L** Consistenza della posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

Di seguito viene definito il processo di determinazione delle principali grandezze sopra individuate.

3.2. DETERMINAZIONE DELLE GRANDEZZE

3.2.1. PERIODO DI PROIEZIONE ESPLICITA

L'arco di tempo da utilizzare ai fini delle proiezioni esplicite dei flussi finanziari dovrebbe essere definito in modo tale che, al termine di tale periodo, l'azienda abbia raggiunto uno stato di equilibrio. Infatti, le metodologie di stima del valore residuo si basano di norma sulle seguenti ipotesi principali:

- ◇ L'azienda produce margini costanti, mantiene un tasso di rotazione del capitale investito costante e, pertanto, genera un tasso di rendimento sul capitale investito costante;
- ◇ L'azienda cresce a tassi costanti e reinveste nell'attività operativa la stessa proporzione dei flussi lordi generati annualmente;
- ◇ L'azienda ottiene un tasso di rendimento costante su tutti i nuovi investimenti.

D'altro canto, l'estendersi del periodo di proiezione esplicita ad un arco di tempo eccessivamente lungo comporta problemi di stima delle grandezze economico patrimoniali, dovuti alla difficoltà di prevedere con ragionevole certezza eventi e condizioni che si realizzeranno in un futuro lontano.

Nel caso di specie, si è limitato il periodo di proiezione esplicita agli anni considerati dal piano economico patrimoniale fornitoci dal management di Classpi (vedasi Allegato I), ovvero gli anni 2017-2021.

3.2.2. FLUSSI FINANZIARI UNLEVERED PER IL PERIODO DI PROIEZIONE ESPLICITA

Nel metodo dell'UDCF, i flussi finanziari $F(t)$ per il periodo di proiezione esplicita da attualizzare sono quelli *unlevered*, ossia i flussi annui di cassa resi disponibili dalla sola attività operativa dell'azienda, al lordo di tutte le componenti finanziarie quali, ad esempio, accensioni e rimborsi di finanziamenti, oneri finanziari, aumenti o rimborsi di capitale e

dividendi.

In particolare, i flussi finanziari unlevered $F(t)$ sono definiti come segue:

	<i>Reddito operativo</i>
(-)	Imposte sul reddito operativo
(+)	Ammortamenti
(+/-)	Altre partite non monetarie
(=)	<i>Flusso di circolante della gestione corrente</i>
(+/-)	Investimenti/disinvestimenti in capitale circolante (1)
(=)	<i>Flusso di cassa della gestione corrente</i>
(-)	Investimenti per il mantenimento delle normali condizioni operative
(=)	<i>Flusso finanziario F_0 (Unlevered Free Cash Flow)</i>

Nota: Ai fini del calcolo dei flussi finanziari *unlevered*, il capitale circolante è formato da tutte le attività legate alla gestione corrente, al netto delle passività correnti. Fra le prime rientrano i crediti commerciali, le scorte, i ratei e risconti generati da operazioni di gestione caratteristica e tutte le poste che insorgono in relazione al ciclo tipico di acquisto, trasformazione e vendita. Non rientra nelle attività correnti la liquidità eccedente il volano delle necessità operative. Fra le passività correnti rientrano i debiti di fornitura e, in generale, tutte le poste della gestione corrente non esplicitamente onerose. Sono escluse tutte le passività finanziarie.

I flussi finanziari *unlevered* $F(t)$ per il periodo 1 gennaio 2017 - 31 dicembre 2021 di proiezione esplicita, così come desunti dal piano economico finanziario riportato nell'Allegato I, sono dettagliati nell'Allegato II.

3.2.3. VALORE RESIDUO

Ai fini della stima del valore residuo, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. In particolare, il valore residuo $F(n)$ può essere determinato come:

- ◇ Valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- ◇ Valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;

- ◇ Valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici del tipo *Price/Earning per share* o *Price/Net book value per share*;
- ◇ Valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso finanziario prospettico medio per un periodo di tempo determinato o illimitato.

Ai fini del presente lavoro, si è assunto che il valore residuo sia determinato come valore corrispondente alla capitalizzazione all'infinito di un flusso finanziario prospettico medio, determinato come connesso al *Net operating profit less adjusted taxes* (di seguito definito "NOPLAT"). Tale impostazione si basa sull'ipotesi che, nel lungo termine, il flusso di cassa disponibile sia pari alla redditività operativa dell'azienda (al netto delle imposte), verificandosi una situazione di equilibrio, ovvero essendo sia le variazioni di circolante, sia gli investimenti netti nulli o di entità non significativa. Nel caso di specie, il piano prevede assenza di investimenti e variazioni di circolante che assorbono liquidità in misura annua non rilevante.

E' stato dunque considerato il NOPLAT dell'ultimo anno di previsione esplicita per individuare un limite massimo di valore (Ipotesi B) e il NOPLAT medio degli anni di piano per individuare più prudentemente anche un valore di minimo (Ipotesi A).

Ai fini della stima del valore residuo, il flusso di cassa prospettico è stato capitalizzato all'infinito, secondo la seguente formula della rendita perpetua:

$$F_{(n)} = \frac{\text{NOPLAT di riferimento}}{\text{WACC} - g}$$

dove:

WACC Costo medio ponderato del capitale investito

g Tasso di crescita del flusso sul lungo periodo

Il tasso di crescita *g* è definito dalla prevalente dottrina come un tasso medio composto di crescita a lungo termine, che tiene conto sia di aumenti di prezzi (inclusa, nel caso di flussi reddituali espressi in termini nominali, la parte di incremento legata all'inflazione), sia di

aumenti nei volumi di vendita. In particolare, secondo L. Guatri (Trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, 1998), il tasso di crescita g da assumere è quello che ragionevolmente può essere mantenuto dall'impresa a tempo indefinito, in considerazione dello stato di maturità del settore; su orizzonti lunghi è comunque praticamente impossibile sostenere una crescita eccedente quella dell'economia nel suo complesso.

Settori	Imprese con capacità reddituale		
	Alta	Media	Bassa
In forte sviluppo	3 – 5%	2 - 3%	0 – 1%
In moderato sviluppo	1,5 – 2,5%	1 – 2%	0%
Stazionari	0 – 1%	0%	0%
Decadenti	0%	0%	0%

Fonte: L. Guatri, Trattato sulla valutazione delle aziende, EGEA, 1998

Pertanto, tenuto conto di quanto precede, delle caratteristiche della Società e della scarsa ripresa del mercato della pubblicità, ai fini della presente valutazione si è ritenuto opportuno utilizzare un fattore g in misura dello **0,1%**.

Ciò premesso, il valore attuale del valore residuo al termine del periodo di proiezione esplicita è stato determinato in **6.282** migliaia di Euro nell'Ipotesi A e **8.756** migliaia di Euro nell'Ipotesi B, come dettagliato nell'Allegato IV.

3.2.4. COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE INVESTITO

Nel metodo dell'UDCF, i flussi finanziari individuati sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale, azionisti e terzi. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nella Società. Tale tasso è denominato Weighted Average Cost of Capital (WACC).

Il WACC è definito come segue.

$$WACC = w_e i_e + w_d i_d (1 - t)$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

w_e Peso attribuito al capitale proprio;

w_d Peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);

- i_e Costo del capitale proprio;
- i_d Tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi);
- t Aliquota fiscale dei debiti onerosi.

Di seguito, viene riportato il procedimento di stima del costo del capitale proprio, del costo del capitale di terzi e dei pesi da utilizzare ai fini del calcolo del costo medio ponderato del capitale investito.

(a) Costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio i_e è comunemente definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata.

Nella valutazione in oggetto, è parso opportuno tenere nel debito conto i metodi più rigorosi proposti dalla dottrina internazionale, accettati dalla prassi professionale e applicabili al contesto italiano. In particolare, le deduzioni cui siamo pervenuti trovano solide basi nel *Capital Asset Pricing Model* (di seguito definito "CAPM").

Ai fini della stima del capitale proprio, è stato utilizzato un procedimento di stima basato su indicatori di borsa per società quotata dello stesso settore con tipologia di servizi comparabili.

Il costo del capitale proprio i_e della Società è stato stabilito in misura pari a **8,99%**, come dettagliatamente descritto nell'Allegato III.

(b) Costo del capitale di terzi

Il costo del capitale di debito $i_d (1 - t)$ da utilizzare ai fini del calcolo del WACC è pari al tasso medio del capitale di terzi (tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari unlevered) i_d , al netto della fiscalità media effettiva t della Società applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Come dettagliatamente descritto nell'Allegato III, il costo del capitale di debito $i_d (1 - t)$

della Società è stato determinato in misura pari al **1,9%**.

(c) Struttura finanziaria

I tassi sopra definiti, rappresentando il costo opportunità di tutte le componenti del capitale, azionario e di debito, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria della società da valutare.

Ai fini della stima della struttura finanziaria della Società, ossia della definizione dei pesi w_e e w_d , diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale. In particolare, i pesi possono essere determinati sulla base di diversi approcci:

- ◇ Struttura finanziaria dell'azienda alla data di riferimento della valutazione, utilizzando i valori di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi. Tale approccio si basa sull'ipotesi che l'attuale struttura finanziaria della Società sia rappresentativa della composizione tendenziale del capitale;
- ◇ Struttura finanziaria prospettica dell'azienda. Questa può essere a sua volta definita sulla base di:
 - Valori medi di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi, rilevati sulla base di un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria si allineerà a quella dei suoi *competitors*,
 - Valori medi del capitale proprio e del capitale di terzi previsti dal management della Società. Secondo tale approccio, vengono fatte previsioni esplicite sulla composizione prospettica del capitale dell'azienda.

Nel presente lavoro è stata considerata la struttura finanziaria attuale, confermata da quanto ritenuto dal management potenzialmente realizzabile anche nel medio lungo termine.

Come dettagliatamente descritto nell'Allegato III, i pesi attribuiti al capitale di rischio w_e e al capitale di debito oneroso w_d sono stati determinati rispettivamente pari al **100%** e **0%**.

(d) Determinazione del costo medio ponderato del capitale investito

Sulla scorta di quanto precede, il costo medio ponderato del capitale investito WACC della Società da utilizzarsi ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari unlevered F_0 per il periodo di proiezione esplicita e del valore residuo F_n , è stato determinato in misura pari al **8,99%** (Allegato III).

3.2.5. VALORE OPERATIVO

Sulla base delle grandezze individuate nelle precedenti sezioni, il valore “operativo” del capitale strumentale investito nella Società, pari alla somma del valore attuale dei flussi finanziari unlevered F_0 generati dall'azienda nel periodo di proiezione esplicita e del valore residuo F_n , attualizzati ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale WACC, è stato determinato pari a **9.346** migliaia di Euro nell'Ipotesi A e **11.820** migliaia di Euro nell'Ipotesi B, alla data del 31 dicembre 2016.

Tale valore, comunemente chiamato anche “Enterprise value” corrisponde a circa 7,2 – 9,2 volte l'EBITDA medio previsto per il periodo di piano.

3.2.6. VALORE DEI SURPLUS ASSETS

Il valore “operativo” individuato nella precedente sezione non comprende, per definizione, il valore delle attività accessorie non strategiche o strumentali (“Surplus Assets”), la cui ipotetica liquidazione alla data di riferimento della valutazione non viene giudicata compromettente la futura attività economica dell'impresa. Nel caso di specie, non si rileva la presenza di attività con tali caratteristiche.

3.2.7. CONSISTENZA DELLA POSIZIONE FINANZIARIA NETTA

La somma del valore “operativo” dell'azienda e del valore delle attività accessorie identifica il valore totale del capitale investito nell'azienda. Ai fini della determinazione del valore corrente teorico della Società è quindi necessario sottrarre dal valore del capitale investito l'ammontare dei debiti onerosi L alla data di riferimento della valutazione.

Nel caso specifico, la posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione è

positiva e pari a **8.367** migliaia di Euro.

3.3. CALCOLO DEL VALORE CORRENTE DELLA SOCIETÀ E DELLA PARTECIPAZIONE

Sulla scorta di quanto precede, il capitale investito della Società derivante dall'applicazione del metodo dell'*Unlevered Discounted Cash Flow* ai dati del piano economico finanziario 2017 – 2021 predisposto da Classpi, risulta collocarsi in un intorno di 9.346 migliaia di Euro nell'Ipotesi A e di 11.820 migliaia di Euro nell'Ipotesi B con riferimento alla data del 31 dicembre 2016.

Infine, per la determinazione del valore corrente teorico del capitale economico della Società, è stato aggiunto al valore del capitale investito l'ammontare della posizione finanziaria netta positiva al 31 dicembre 2016, data di riferimento della valutazione, come di seguito riepilogato, ottenendo un valore corrente della Società di circa 17.712 migliaia di Euro nell'Ipotesi A e di 20.187 migliaia di Euro nell'Ipotesi B, come riepilogato dalla seguente tabella.

I passaggi successivi riguardano la determinazione del valore corrente alla Partecipazione costituita dalle 120.000 azioni ordinarie, in proporzione alla corrispondente percentuale del valore corrente totale (circa 18,35%) e la stima della fiscalità latente sulla plusvalenza che si realizzerebbe in conseguenza di una futura vendita; tale eventuale effetto fiscale è stato determinato considerando le aliquote attualmente in vigore (24% e 3,9%) con un differimento temporale decennale, ovvero di medio-lungo termine, non essendo di fatto manifestate intenzioni in merito da parte della Conferitaria.

	<i>Importi in migliaia di Euro</i>	
	<i>Ipotesi A</i>	<i>Ipotesi B</i>
Valore operativo	9.346	11.820
Valore dei surplus assets	-	-
Valore totale del capitale investito al 31 dicembre 2016	9.346	11.820
Posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2016	8.367	8.367
Valore corrente della Società al 31 dicembre 2016	17.712	20.187
Valore corrente medio lordo della Società	18.949	

% Partecipazione	18,3542%	
Valore corrente lordo Partecipazione (a)		3.478
Effetto fiscale latente differito (b)		(19)
Valore corrente della Partecipazione al netto di stima effetto fiscale latente, al 31 dicembre 2016 (a+b)		<u>3.459</u>
Valore corrente della Partecipazione al 31 dicembre 2016, in Euro unità al netto di effetto fiscale latente stimato	→	3.458.608

Tale valore si riferisce alla Partecipazione ed è caratterizzato da certa prudenza valutativa, in quanto:

- essendo la capogruppo Class Editori una società quotata, è stato possibile utilizzare la misura di beta levered riferita direttamente al Gruppo con riferimento al 31 dicembre 2016;
- il premio per il rischio sistemico è stato assunto nella misura di 5,70% compreso nell'intervallo abitualmente utilizzato per l'Italia;
- è stato considerato un fattore correttivo di rischio α a fronte della eventualità di non piena realizzazione del business plan fornitoci (2%);
- è stato considerato un tasso nominale di crescita di lungo periodo (il cosiddetto g) di entità contenuta (0,1%) in relazione alla scarsa ripresa del mercato pubblicitario.

DATI STORICI E PROSPETTICI DI CLASSPI

DATI STORICI E PROSPETTICI DI CLASSPI

DATI STORICI E PROSPETTICI DI CLASSPI

Importi in migliaia di Euro

	Actual 2015	Actual 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019	Plan 2020	Plan 2021
VALORE DELLA PRODUZIONE	11.690	10.604	9.604	10.100	10.586	11.097	11.634
Costi per mat. prime e mat. di consumo	(842)	(1.200)	-	-	-	-	-
Costi per godimento beni di terzi	(177)	(191)	-	-	-	-	-
Costi per servizi	(7.369)	(6.550)	(6.720)	(6.986)	(7.264)	(7.555)	(7.858)
Costi per il personale	(1.581)	(1.367)	(1.959)	(1.998)	(2.038)	(2.079)	(2.121)
Ammortamenti	(115)	(139)	(139)	(139)	(139)	(89)	-
Oneri diversi di gestione	(1.374)	(1.477)	-	-	-	-	-
Totale costi operativi	(11.458)	(10.923)	(8.818)	(9.123)	(9.441)	(9.723)	(9.979)
REDDITO OPERATIVO (o EBIT)	232	(319)	786	976	1.145	1.375	1.655
EBITDA	347	(180)	925	1.115	1.284	1.464	1.655
Proventi finanziari	-	-	-	-	-	-	-
Oneri finanziari	275	426	426	426	426	426	426
Proventi (oneri) finanziari netti	275	426	426	426	426	426	426
Altri proventi (oneri) non operativi	(86)	(155)	-	-	-	-	-
REDDITO ANTE IMPOSTE	422	(47)	1.212	1.402	1.571	1.801	2.081
Imposte sul reddito	(47)	100	(389)	(444)	(492)	(556)	(632)
UTILE (PERDITA) D'ESERCIZIO	375	53	822	959	1.079	1.245	1.449

Importi in migliaia di Euro

	Actual 2015	Actual 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019	Plan 2020	Plan 2021
Immobilizzazioni finanziarie	620	759	722	722	722	722	722
Immobilizzazioni immateriali nette	32	39	39	39	39	39	39
Immobilizzazioni mat. e immat.	211	506	367	228	89	-	-
Totale attività fisse	862	1.304	1.128	989	850	761	761
Cassa e banche	960	117	293	946	1.855	2.853	3.938
Crediti finanziari	10.968	9.308	10.648	10.648	10.648	10.648	10.648
Crediti verso clienti netti	36.258	50.894	44.196	46.686	49.129	51.693	54.385
Altri crediti	2.170	2.153	2.251	2.251	2.251	2.251	2.251
Magazzino	1.331	989	989	989	989	989	989
Totale attività correnti	51.688	63.461	58.377	61.519	64.872	68.434	72.210
TOTALE ATTIVITA'	52.550	64.766	59.505	62.508	65.722	69.195	72.971
Debiti finanziari a breve termine	1.049	-	-	-	-	-	-
Debiti verso fornitori	46.097	58.299	52.518	54.542	56.656	58.863	61.168
Altri debiti (tributari, intragruppo, previd. e altri)	3.840	3.736	3.413	3.413	3.413	3.413	3.413
Totale passività correnti	50.987	62.035	55.931	57.955	60.069	62.276	64.581
ATTIVITA' CORRENTI NETTE	702	1.426	2.446	3.564	4.803	6.158	7.629
Debiti finanziari a medio lungo termine	-	1.058	1.058	1.058	1.058	1.058	1.058
Fondo trattamento di fine rapporto	574	655	675	695	716	737	759
Totale passività a m-l termine	574	1.713	1.733	1.753	1.774	1.795	1.817
ATTIVITA' NETTE	990	1.018	1.841	2.800	3.879	5.124	6.573
PATRIMONIO NETTO							
Capitale sociale	260	260	964	964	964	964	964
Altre riserve	355	704	55	877	1.836	2.915	4.160
Utile (perdita) dell'esercizio	375	53	822	959	1.079	1.245	1.449
Totale patrimonio netto	990	1.018	1.841	2.800	3.879	5.124	6.573
TOTALE PASSIVO + PN	52.550	64.766	59.505	62.508	65.722	69.195	72.971
Posizione finanziaria netta	10.880	8.367	9.883	10.536	11.445	12.443	13.528

DETERMINAZIONE DEI FLUSSI FINANZIARI UNLEVERED

DETERMINAZIONE DEI FLUSSI FINANZIARI UNLEVERED

DETERMINAZIONE DEI FLUSSI FINANZIARI UNLEVERED

	Actual 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019	Plan 2020	Plan 2021
NOPLAT - Net Operative Profit Less Adjusted Taxes						
Fatturato	10.604	9.604	10.100	10.586	11.097	11.634
Costi per materie prime e materiale di consumo	(1.200)	-	-	-	-	-
Costi per godimento di beni di terzi	(191)	-	-	-	-	-
Costi per servizi	(6.550)	(6.720)	(6.986)	(7.264)	(7.555)	(7.858)
Costi per il personale	(1.367)	(1.959)	(1.998)	(2.038)	(2.079)	(2.121)
Oneri diversi di gestione	(1.477)	-	-	-	-	-
EBITDA o MOL	(180)	925	1.115	1.284	1.464	1.655
Amm. Immobilizz. immateriali	(12)	(12)	(12)	(12)	-	-
Amm. Immobilizz. materiali	(126)	(127)	(127)	(127)	(89)	-
Reddito operativo (EBIT)	(319)	786	976	1.145	1.375	1.655
Imposte sul reddito operativo (EBIT)	12	(219)	(272)	(320)	(384)	(462)
NOPLAT	(306)	566	704	826	991	1.193
CAPITALE CIRCOLANTE NETTO						
Crediti verso clienti netti	50.894	44.196	46.686	49.129	51.693	54.385
Altri crediti	2.153	2.251	2.251	2.251	2.251	2.251
Magazzino	989	989	989	989	989	989
Attività correnti operative	54.036	47.436	49.926	52.369	54.933	57.625
Debiti verso fornitori	(58.299)	(52.518)	(54.542)	(56.656)	(58.863)	(61.168)
Altri debiti	(3.736)	(3.413)	(3.413)	(3.413)	(3.413)	(3.413)
Passività operative non onerose	(62.035)	(55.931)	(57.955)	(60.069)	(62.276)	(64.581)
Capitale circolante netto	(7.999)	(8.495)	(8.030)	(7.700)	(7.343)	(6.956)
Immobilizzazioni immateriali nette	39	39	39	39	39	39
Immobilizzazioni materiali nette	506	367	228	89	-	-
Partecipazioni e investimenti operativi	759	722	722	722	722	722
Fondo trattamento di fine rapporto	(655)	(675)	(695)	(716)	(737)	(759)
Altri fondi	-	-	-	-	-	-
Altre attività operative, nette	104	47	27	6	(15)	(37)
Capitale investito operativo	(7.349)	(8.042)	(7.736)	(7.566)	(7.319)	(6.955)
Cassa e crediti finanziari	9.425	10.941	11.594	12.503	13.501	14.586
Totale capitale investito	2.076	2.899	3.858	4.937	6.182	7.631
FONDI DI FINANZIAMENTO						
Patrimonio netto contabile	1.018	1.841	2.800	3.879	5.124	6.573
Debiti finanziari a breve termine	-	-	-	-	-	-
Debiti finanziari a m-l termine	1.058	1.058	1.058	1.058	1.058	1.058
Debiti onerosi	1.058	1.058	1.058	1.058	1.058	1.058
Totale fonti di finanziamento	2.076	2.899	3.858	4.937	6.182	7.631

DETERMINAZIONE DEI FLUSSI FINANZIARI UNLEVERED

	Actual 2016	Plan 2017	Plan 2018	Plan 2019	Plan 2020	Plan 2021
FREE CASH FLOW						
Reddito operativo (EBIT)	(319)	786	976	1.145	1.375	1.655
Imposte sul reddito operativo (EBIT)	12	(219)	(272)	(320)	(384)	(462)
NOPLAT	(306)	566	704	826	991	1.193
<i>incidenza imposte figurative</i>	-3,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%
Ammortamenti	139	139	139	139	89	-
Gross cash flow	(168)	705	843	965	1.080	1.193
<i>Diminuzione (aumento) del CCN</i>	(2.179)	496	(465)	(329)	(357)	(387)
<i>Investim. in immob. immateriali</i>	(20)	(12)	(12)	(12)	-	-
<i>Investim. in immob. materiali</i>	(422)	13	12	12	-	-
<i>Variazione altre attività operative nette</i>	(58)	57	20	21	21	22
Investimento lordo	(2.679)	553	(445)	(309)	(336)	(365)
Free cash flow	(2.847)	1.259	398	656	745	829

DETERMINAZIONE DEI TASSI

DETERMINAZIONE DEI TASSI

DETERMINAZIONE DEI TASSI

I - DETERMINAZIONE DEL COSTO DEL CAPITALE PROPRIO

Il tasso i_e è comunemente definito come il rendimento atteso dal capitale di rischio investito in un'impresa di caratteristiche normali (o, meglio, nel portafoglio costituito da più imprese aventi caratteristiche di rischio tra loro comparabili) inserita nel settore in cui si colloca l'impresa da valutare.

Ai fini della determinazione di i_e , uno dei metodi più accreditati dalla dottrina e dalla prassi professionale è il CAPM, che consiste nel determinare il suo valore come somma tra il tasso di rendimento delle attività prive di rischio r_f ed un premio per il rischio s :

$$i_e = r_f + s = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

r_f	Tasso di rendimento di attività prive di rischio;
r_m	Saggio di rendimento di un portafoglio di attività rappresentativo del mercato;
β	Coefficiente di regressione di una retta che rappresenta la relazione intercorrente fra il saggio di ritorno offerto dal titolo e quello del mercato nel suo complesso.

In estrema sintesi, un titolo con β superiore all'unità è un titolo "aggressivo", poichè il suo rendimento oscilla in modo più ampio del rendimento di mercato. Si tratta, dunque, di un titolo rischioso poichè, ad una variazione del rendimento di mercato pari a un punto percentuale, corrisponderà una variazione del rendimento del titolo in questione superiore al punto considerato. Al contrario, un titolo con β inferiore all'unità è un titolo "conservativo", perchè attenua l'oscillazione del rendimento di mercato. La sua rischiosità è dunque inferiore a quella del mercato nel suo complesso.

Di seguito viene mostrato il procedimento di stima delle variabili r_f , $(r_m - r_f)$, β e i_e .

(1) Stima del tasso r_f di rendimento delle attività prive di rischio

In conformità all'orientamento della dottrina prevalente e della prassi professionale, il tasso di attualizzazione prescelto per tale tipo di funzione è stato determinato sulla base del rendimento lordo dei Titoli di Stato BTP con scadenza decennale.

E' stato dunque utilizzato un tasso del 1,48%, pari alla media dell'anno 2016 dei rendimenti lordi dei titoli di Stato BTP con scadenza decennale, sulla base di dati estratti da S&P Capital IQ.

(2) Stima del tasso r_m di rendimento di mercato e del premio per il rischio di mercato $(r_m - r_f)$

Il tasso r_m è il rendimento atteso dal portafoglio complessivo del mercato azionario. Il tasso r_m viene utilizzato nel noto modello del CAPM per esprimere il cosiddetto premio per il rischio di mercato, dato dalla differenza tra lo stesso r_m e r_f .

Nel contesto statunitense, l'indicatore riferito al panel "Standard & Poor's 500" è il più diffuso per ottenere queste misurazioni. Nel contesto italiano, invece, l'indice che meglio si appresta a rappresentare il portafoglio complessivo del mercato azionario è il panel "FTSE MIB".

In conformità all'orientamento della dottrina prevalente e della prassi valutativa, il premio di mercato generalmente adottato nei paesi occidentali risulta variabile a seconda del Paese di riferimento, del tipo di mercato, e dell'arco temporale considerato per la stima del rendimento di mercato e del tasso risk free.

La seguente tabella riassume alcune delle stime del premio di mercato effettuate di recente:

Autore	Premio	Paese	Periodo coperto
Guatri (1)	3,5% - 5,0%	Italia	1983-1998
Damodaran (2)	8,40%	Italia	1928-2016
Ibbotson Associates (3)	7,4% - 7,8%	USA	1926-1995
Damodaran (4)	5,5%	USA	1926-1990

Fonte:

- (1) L. Guatri e M. Bini, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, 2005
- (2) Damodaran On-line, gennaio 2017
- (3) *Stocks, bonds, bills and inflation. 1996 Yearbook*. Ibbotson Associates, 1996
- (4) A. Damodaran, *Investment Valuation*, John Wiley & Sons Inc., 1996

La più recente stima relativa al mercato italiano deriva dalla somma di 5,69% inteso quale premio per il rischio di un mercato azionario ritenuto maturo e stabile (come USA, UK ecc) e di 2,71% quale premio per il rischio specifico del paese (fonte: Damodaran). Considerando già il rischio - paese all'interno dei rendimenti dei titoli di Stato, il premio per il rischio di mercato azionario è stato identificato in 5,70%.

DETERMINAZIONE DEI TASSI

(3) Stima del coefficiente β

Ai fini della stima del coefficiente β , si possono porre diverse alternative:

- I Se la società è quotata in Borsa, il fattore β può essere calcolato regredendo, sulla base dei valori storici, la covarianza del rendimento del titolo in oggetto e il rendimento del mercato di riferimento, con la varianza del rendimento del mercato;
- II Se la società non è quotata in Borsa, ovvero se il mercato di Borsa delle sue azioni non è ritenuto rappresentativo, le vie percorribili sono essenzialmente due:
- a) La prima, di derivazione analitica, utilizzabile quando siano disponibili coefficienti β per società simili quotate, suggerisce di scorporare da questi la componente finanziaria, in modo da ottenere il coefficiente β legato agli assets di aziende confrontabili (il cosiddetto asset β o β_u unlevered). Il β_u di settore (ottenuto applicando la media dei β_u delle società selezionate) viene, quindi, riparametrato all'azienda da valutare (passaggio dal β_u unlevered al β_l levered), secondo la seguente relazione:

$$\beta_l = \beta_u [1 + (1 - t) D/E]$$

dove β_l e β_u sono il beta levered e unlevered, t è il tasso medio di imposizione fiscale dell'azienda valutata, e D/E è il rapporto tra capitale di debito (oneroso) e capitale di rischio dell'azienda valutata.

- b) La seconda, di carattere empirico, che si richiama alla prassi professionale, è solita riferirsi a fattori β di settori confrontabili con la realtà dell'azienda stessa, con opportuni aggiustamenti desunti da indicatori di carattere gestionale propri dell'azienda.

Nel caso di specie, essendo la capogruppo Class Editori S.p.A. una società quotata, è stato possibile utilizzare la misura di beta levered riferita direttamente alla Class Editori con riferimento al 31 dicembre 2016, sulla base di elaborazioni della banca dati S&P Capital IQ.

Il β levered adottato per la valutazione della Società è dunque pari a

0,966

(4) Calcolo del costo del capitale proprio*Descrizione*

Risk free rate	1,48%
Market premium	5,70%
Coefficiente beta levered	0,966
Premio per il rischio	5,5%
Maggiorazione del coefficiente di rischio (1)	2,0%
Costo del capitale proprio	8,99%

Note

- (1) Al premio per il rischio riferito al mercato nazionale è stato ritenuto opportuno aggiungere, in ottica prudenziale, una maggiorazione per ulteriore rischio connesso a performance inferiori rispetto a quanto previsto nel piano economico e finanziario.

II - DETERMINAZIONE DEL COSTO DEL CAPITALE DI TERZI*Descrizione*

Fiscalità media teorica per imposte sul reddito	24,00%
Costo dei debiti onerosi	2,50%
Meno: Effetto fiscale	-0,60%
Costo medio del debito, al netto dell'effetto fiscale	1,90%

DETERMINAZIONE DEI TASSI

III - DETERMINAZIONE DELLA STRUTTURA FINANZIARIA

La struttura finanziaria della Società ai fini della determinazione del WACC è stata assunta pari alla struttura attuale, confermata dalle previsioni del management nel piano economico e finanziario.

Sulla scorta di quanto sopra, i pesi attribuiti al capitale proprio e al capitale di debito sono determinati come segue:

Descrizione

Debt/Equity tendenziale	-
Peso del capitale proprio	100,0%
Peso dei debiti onerosi	0,0%
Totale	100,0%

IV - DETERMINAZIONE DEL COSTO MEDIO PONDERATO DEL CAPITALE

Tenuto conto di quanto precede, il costo medio ponderato del capitale (WACC) risulta determinato come segue:

	<i>Capitale proprio</i>	<i>Capitale di debito</i>	<i>WACC</i>
Peso	100,0%	0,0%	
Costo	9,0%	1,9%	8,99%

Disclaimer of liability by S&P Capital IQ: Third party content providers give no express or implied warranties, including, but not limited to, any warranties of merchantability or fitness for a particular purpose or use. Third party content providers shall not be liable for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including lost income or profits and opportunity costs or losses caused by negligence).

CALCOLO DEL VALORE CORRENTE

CALCOLO DEL VALORE CORRENTE

CALCOLO DEL VALORE CORRENTE

Importi in migliaia di Euro

I - CALCOLO DEL VALORE RESIDUO

Il valore residuo è determinato come valore corrispondente alla capitalizzazione all'infinito di un flusso finanziario prospettico medio, ipotizzato pari al NOPLAT dell'ultimo anno di previsione esplicita nell'Ipotesi Massima e ad un NOPLAT medio del periodo nell'Ipotesi Minima. Tale impostazione si basa sull'ipotesi che, nel lungo termine, il flusso di cassa disponibile sia pari alla redditività operativa dell'azienda (al netto delle imposte), essendo sia le variazioni di circolante, sia gli investimenti netti pari a zero o poco significativi. In particolare:

- Per quanto concerne le variazioni di circolante, si rileva che il fabbisogno di capitale circolante operativo è previsto assestarsi su un livello medio di equilibrio negli ultimi anni del piano
- Per quanto concerne gli investimenti, si rileva che tale ipotesi sottende la necessità di sostenere, nel lungo termine, solo investimenti di mantenimento. Tale assunzione sembra sostanzialmente in linea con la tipologia del business dove non sono richiesti con continuità significativi investimenti in capitale fisso.

Descrizione	Ipotesi A media '17-'21	Ipotesi B 2021
Reddito operativo (EBIT)	1.187	1.655
Imposte figurative sull'EBIT	(331)	(462)
NOPLAT	856	1.193

Ai fini della stima del valore residuo, il flusso di cassa prospettico medio è stato capitalizzato all'infinito, ipotizzando un tasso di crescita di lungo periodo g dello 0,1%, secondo la formula della rendita perpetua.

Descrizione		
Flusso di cassa prospettico medio, di lungo periodo	857	1.195
Tasso di crescita di lungo termine (g)	0,1%	0,1%
WACC	8,99%	8,99%
Tasso di capitalizzazione	8,87%	8,87%
Valore residuo al termine del piano	9.659	13.464

II - CALCOLO DEL VALORE OPERATIVO

Sulla base delle grandezze individuate nelle precedenti sezioni, il valore operativo del capitale strumentale investito nella società pari alla somma del valore attuale dei flussi finanziari unlevered F_0 generati nei primi tre anni del periodo di proiezione esplicita e del valore residuo $F_{(n)}$, attualizzati ad un tasso pari al costo medio ponderato del capitale atteso (WACC - g), è determinato come segue:

Anno	Flussi totali	Fattore di sconto	Ipotesi A Valore attuale	Ipotesi B Valore attuale
2017	1.259	0,918	1.155	1.155
2018	398	0,842	335	335
2019	656	0,772	507	507
2020	745	0,709	528	528
2021	829	0,650	539	539
Totale valore attuale dei flussi di previsione esplicita			3.064	3.064
Anno				
2021		0,650	6.282	8.756
Totale valore attuale del valore residuo			6.282	8.756
Totale valore operativo			9.346	11.820

III - CALCOLO DEI SURPLUS ASSETS

Sulla base delle informazioni forniteci dal management, alla data di riferimento della presente valutazione, tutti i cespiti strumentali sono utilizzati nello svolgimento delle normali attività produttive della società e pertanto sono stati considerati come componente del valore operativo. Non è stata dunque considerata la presenza di surplus assets.

CALCOLO DEL VALORE CORRENTE

IV - CALCOLO DELLA CONSISTENZA DEI DEBITI ONEROSI

Alla data di riferimento della valutazione sono stati identificati i debiti onerosi della società indicati di seguito che, in conformità alla metodologia proposta, occorre sottrarre dal valore del capitale investito (valore operativo) ai fini della stima del valore del capitale.

	<i>Ipotesi A</i>	<i>Ipotesi B</i>
<i>Cassa e banche</i>	117	117
<i>Crediti finanziari intragruppo</i>	9.308	9.308
<i>Debiti onerosi</i>	(1.058)	(1.058)
Posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2016	<u>8.367</u>	<u>8.367</u>

V - CALCOLO DEL VALORE CORRENTE TEORICO

Sulla scorta di quanto precede, il valore corrente della società al 31 dicembre 2016 derivante dall'applicazione del metodo dell'Unlevered Discounted Cash Flow, risulta determinato come segue:

<i>Descrizione</i>	<i>Ipotesi A</i>	<i>Ipotesi B</i>
Valore operativo	9.346	11.820
Valore delle attività accessorie (surplus assets)	-	-
Valore totale del capitale investito	<u>9.346</u>	<u>11.820</u>
Posizione finanziaria netta positiva (negativa)	8.367	8.367
Valore corrente teorico al 31 dicembre 2016	<u>17.712</u>	<u>20.187</u>

Valore corrente teorico medio al 31 dicembre 2016

18.949

% di competenza della Partecipazione

18,3542%

3.478

Effetto fiscale differito

(19)

Valore corrente della Partecipazione al 31.12.2016, al netto effetto fiscale

3.459

Valore in Euro unità

3.458.608

	<i>Parametrato a Partecipaz di 18,3542%</i>	<i>Totale Società</i>	<i>anno di differim per attualizzaz</i>	<i>aliquota odierna e attualizzata al 31 dic 2016</i>	<i>periodo di attualizzaz.</i>
Valore corrente lordo	3.478	18.949			
Patrimonio netto	187	1.018			
differenza	3.291	17.932			
5% del plusvalore soggetto a imposte	165	897			
aliquota imposte				27,9%	
Calcolo imposte differite:	46	250	2016	27,9%	0
	42	230	2017	25,6%	1
	39	211	2018	23,5%	2
	35	193	2019	21,6%	3
	33	177	2020	19,8%	4
	30	163	2021	18,1%	5
	27	149	2022	16,6%	6
	25	137	2023	15,3%	7
	23	126	2024	14,0%	8
	21	115	2025	12,9%	9
	19	106	2026	11,8%	10