

RISERVATA

PIM S.p.A.

**VALUTAZIONE AL 31 DICEMBRE 2017
DI**

GAMBERO ROSSO S.p.A.

14 Marzo 2018

STRETTAMENTE CONFIDENZIALE

Spettabile
PIM S.p.A.
Via Capodistria 15a
00198 Roma

14 marzo 2018

Egregi Signori,

con riferimento all'incarico conferitoci in base alla nostra offerta del 12 marzo 2018, abbiamo completato la valutazione della **Gambero Rosso S.p.A.** (in seguito indicata come "**GR**" o "la Società") alla data del 31 dicembre 2017 di cui detenete una quota del 68,34%.

Nel seguito si riepilogano le ipotesi e i limiti della valutazione, il metodo di valutazione adottato e i risultati della valutazione stessa, riportata in allegato.

Premessa

Il sottoscritto Bruno Piperno nato a Roma, il 19 maggio 1958, libero professionista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma al n. AA_1394 e al Registro dei Revisori Legali con numero progressivo 46104, con iscrizione disposta con D.M. del 12/04/1995 pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, supplemento n. 31BIS del 21/04/1995, con decorrenza dal 21/04/1995, ha ricevuto incarico dalla Società PIM S.P.A. con sede in Roma in Via Capodistria 15A (di seguito "PIM" o il "Committente") di redigere una relazione di stima del valore economico dell'68,34 % (di seguito anche la "Partecipazione") della società Gambero Rosso S.p.A. (in seguito anche "Gambero Rosso" o la "Società"), con sede legale in Roma in Via Ottavio Gasparri, 13-17, iscritta al registro delle imprese di Roma al n. 06051141007 con CF e PI n. 06051141007.

La valutazione della suddetta Partecipazione oggetto di stima, attualmente detenuta da soci di maggioranza, è svolta ai sensi dell'articolo 2343 ter secondo comma lettera b) del codice civile, per il conferimento di tale Partecipazione in Class Editori S.p.a..

Lo scrivente dichiara ai sensi dell' art. 2343 ter del codice civile di essere indipendente da chi effettua il conferimento, dalla Società e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo sul soggetto conferente o sulla Società medesima.

Con riferimento ai criteri metodologici di seguito illustrati, lo scrivente ha effettuato le analisi ed i calcoli richiesti dall'incarico, giungendo alle conclusioni più avanti riferite.

Ipotesi e limiti dell'intervento

Il lavoro svolto e le conclusioni raggiunte devono essere interpretati alla luce delle seguenti **ipotesi e limitazioni**:

- la valutazione delle Società è stata effettuata esclusivamente sulla base dei dati di sintesi da Voi forniti, su tali dati e informazioni non è stata svolta alcuna procedura di verifica documentale;
- la valutazione è stata effettuata nella ipotesi di continuità aziendale (going concern);
- la valutazione è svolta alla luce di elementi ragionevolmente prevedibili e non tiene quindi conto del verificarsi di fattori straordinari o non ricorrenti.

Documentazione utilizzata

Nello svolgimento dell'incarico abbiamo fatto riferimento alla seguente documentazione:

- Bilancio certificato al 30 giugno 2017;
- Bilancio certificato al 31 dicembre 2016;
- Proiezioni economico finanziarie sull'orizzonte 2018 – 2020 e ipotesi sottostanti (riportata all'allegato 1).

Metodi di valutazione utilizzati

La valutazione della Società è stata effettuata, sulla base del metodo finanziario e dei multipli di mercato.

Risultati della valutazione

L'applicazione del metodo di valutazione indicato sopra ha determinato un valore complessivo della Società, alla data di riferimento del 31 dicembre 2017, in un range compreso tra € 21.215.000 e € 25.677.000, come sintetizzato nella seguente Tabella:

Equity Value	€/000
Valutazione con metodo DCF	21.215
Valutazione metodo dei multipli - Equity Side	22.281
Valutazione metodo dei multipli - Asset Side	25.677

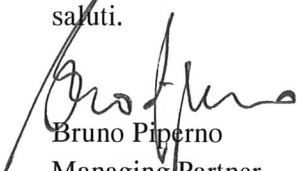
Sulla base dei risultati della valutazione è possibile determinare il valore della quota detenuta dalla PIM S.p.A. come di seguito descritto:

Valore totale €/000	DCF	MULTIPLI MIN	MULTIPLI MAX
Valore Gambero Rosso S.p.A.	21.215	22.281	25.677
Quota detenuta da PIM S.p.A.	68,34%	68,34%	68,34%
Valore Quota PIM S.p.A.	14.498	15.227	17.548
Valore Totale Arrotondato	14.500	15.300	17.500

I risultati ottenuti sono soggetti alle limitazioni di carattere generale indicate sopra nel paragrafo “Ipotesi e limiti dell’intervento” e a quelle di carattere più specifico indicate nel testo della relazione.

* * *

Rimaniamo a disposizione per qualsiasi chiarimento e cogliamo l’occasione per porgere i nostri migliori saluti.



Bruno Piperno
Managing Partner
BUSINESS VALUE

INDICE

1. GAMBERO ROSSO S.P.A.	6
2. DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA	9
2.1 METODI DI VALUTAZIONE	9
2.2 SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE	10
2.3 DESCRIZIONE E APPLICAZIONE DEL METODO DI VALUTAZIONE.....	11
2.3.1 Il metodo finanziario (Unlevered Discounted Cash Flow).....	11
a. Definizione dei cash flow per la valutazione	12
b. Calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC).....	12
c. Stima del valore finale della Società al termine del periodo preso in esame	14
d. Periodo di riferimento	15
e. Posizione finanziaria netta iniziale	15
f. Valutazione in base al metodo finanziario	15
2.3.2 Il metodo dei multipli di mercato.....	15
3. CONCLUSIONI	17
ALLEGATO 1. MANAGEMENT LETTER 13 MARZO 2018	19

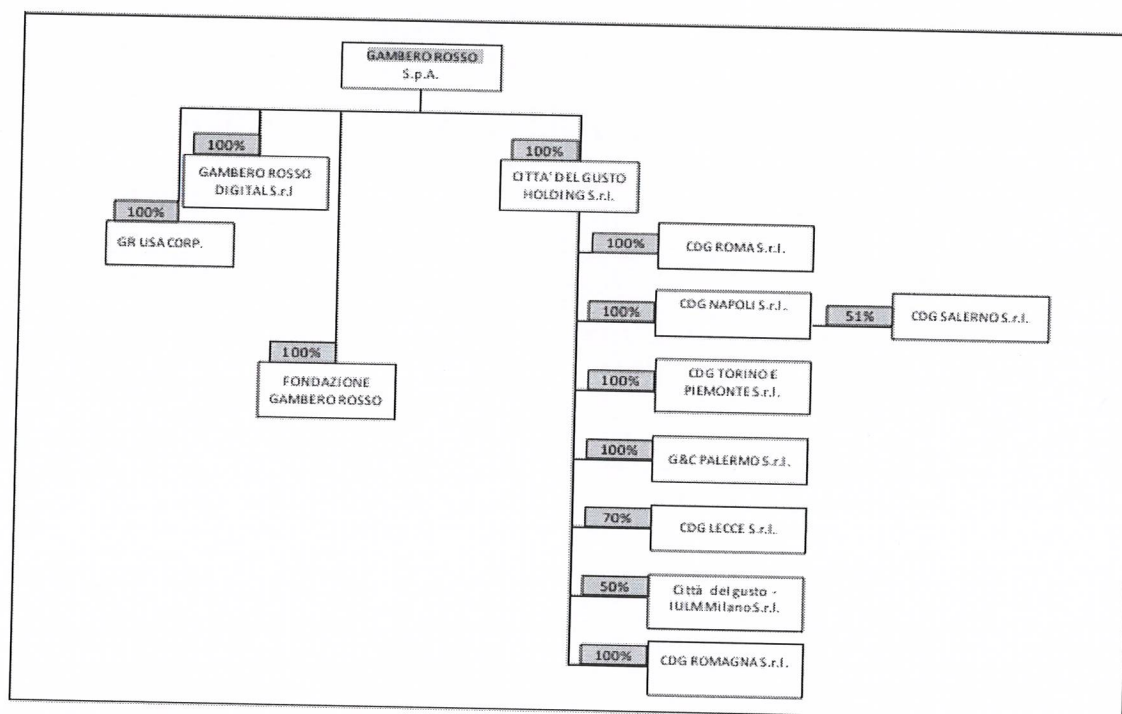
1. GAMBERO ROSSO S.P.A.

Gambero Rosso® è una società che si configura come piattaforma multimediale multichannel leader italiano nel campo della comunicazione, della promozione e della formazione della filiera agricola, agroalimentare, dell'ospitalità e dei settori collegati.

Ideatore di format mediatici organizza, eventi per la promozione nazionale e internazionale dell'eccellenza italiana nel campo della produzione vitivinicola, dei prodotti agricoli e dei migliori interpreti della coltivazione, distribuzione e trasformazione nonché della ospitalità nel campo enogastronomico.

In questo quadro il Gambero Rosso® visita ed esamina annualmente decine di migliaia di imprese e prodotti del settore realizzando guide, servizi e contenuti media per la valorizzazione e la promozione dei prodotti e delle imprese in campo nazionale ed internazionale.

La società si articola secondo il quadro seguente.



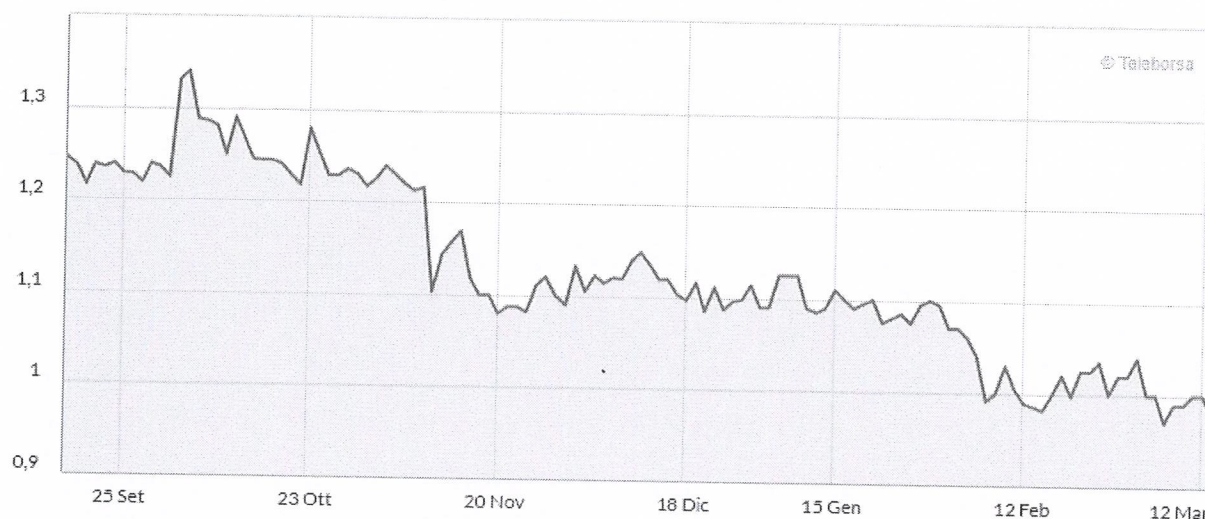
Il Gruppo sviluppa la propria attività attraverso quattro coerenti linee operative (le “Business Unit”) che, grazie ad un business model integrato, è in grado di ottimizzare al massimo le risorse per cogliere pienamente le differenti opportunità di mercato. Le Business Unit del Gruppo sono:

- **CONTENT:** la BU attiva nella valutazione qualitativa (rating) dei prodotti del food & beverage, da oltre 30 anni consente al Gruppo di analizzare i diversi mercati, aggiornando costantemente il data base e fornendo contenuti per le attività editoriali e di broadcasting del Gruppo.
- **TV & DIGITAL:** Il Gruppo attraverso il canale Sky 412, il sito internet www.gamberorosso.it e le applicazioni disponibili per i dispositivi IOS e Android, è in grado di offrire grande visibilità alle aziende supportando la crescita anche delle piccole e medie imprese.
- **EDUCATION:** è la Business Unit del Gruppo attiva sia nella realizzazione di una vasta tipologia di corsi di formazione dedicati al settore enogastronomico che alla crescita di professionisti e manager.

- **EVENTS:** il Gruppo, per questa specifica linea di business risulta leader indiscusso, in particolare nell'organizzazione di eventi nazionali e internazionali dedicati alla promozione del Made in Italy nel settore del Food & Beverage, come il Tre Bicchieri World Tour.

La società è quotata all'AIM Italia, il mercato di Borsa Italiana dedicato alle piccole e medie imprese italiane.

Il grafico che segue presenta la quotazione del titolo negli ultimi 6 mesi.



La quotazione media di borsa negli ultimi sei mesi è stata pari ad euro 1,14 ad azione, che corrisponde ad una capitalizzazione complessiva pari ad euro 16,5 milioni.

Si riporta di seguito la situazione patrimoniale ed economica della società e l'analisi delle principali linee di ricavo.

Tabella n.1

Stato Patrimoniale

ATTIVITA'	31-dic-16	30-giu-17
	€/000	€/000
Attività immateriali a vita indefinita	11.757	12.189
Attività immateriali a vita definita	3.162	3.052
Beni in leasing	69	121
Immobilizzazioni materiali	1.380	1.255
Partecipazioni	165	188
Attività per imposte anticipate	2.539	2.486
Altre attività finanziarie non correnti	180	113
Totale attività non correnti	19.250	19.405
Rimanenze	999	998
Crediti commerciali	9.934	8.260
Crediti tributari	343	351
Altri crediti e altre attività correnti	846	295
Cassa e mezzi equivalenti	291	379
Totale attività correnti	12.413	10.283
Totale attività	31.663	29.688

PASSIVITA'	31-dic-16	30-giu-17
	€/000	€/000
Capitale sociale	10.322	10.322
Riserve	-414	-423
Riserva FTA	1.386	1.386
Utili/perdite a nuovo	-2.764	-2.108
Risultato di pertinenza dei soci della controllante	656	461
Totale Patrimonio Netto del Gruppo	9.186	9.638
Patrimonio dei terzi	-14	0
Totale patrimonio netto	9.172	9.637
Debiti finanziari a medio e lungo termine	160	405
Passività per benefici ai dipendenti	769	776
Imposte differite passive	-	-
Altre passività non correnti	4.998	5.070
Totale passività non correnti	5.926	6.251
Debiti finanziari a breve termine	5.158	4.128
Debiti commerciali	6.197	5.163
Debiti tributari e previdenziali	2.774	2.847
Altri debiti	2.434	1.662
Totale passività correnti	16.564	13.800
Totale passività	22.491	20.051
Totale patrimonio netto e passività	31.663	29.688

Conto Economico

Tabella n.2

PROSPETTO DI CONTO ECONOMICO	31-dic-16	30-giu-17
	€/000	€/000
Ricavi delle vendite e delle prestazioni	15.566	7.906
Variazioni delle rimanenze di prodotti	71	16
Altri ricavi e proventi	437	190
Totale valore della produzione	16.074	8.111
Costi per materie prime	849	337
Costi per servizi e godimento beni di terzi	7.944	3.897
Variazioni delle rimanenze di materie prime, sussidiarie, di consumo	2	16
Costi per il personale	3.180	1.874
Ammortamenti e perdite di valore	1.763	832
Altri costi operativi	704	276
Totale costi	14.443	7.233
Margine operativo	1.631	879
Proventi (Oneri) non ricorrenti	-622	-185
Proventi finanziari da terzi	6	0
Oneri finanziari da terzi	-388	-153
Utili e perdite su cambi	-44	-6
Proventi e oneri finanziari netti	-427	-159
Svalutazione delle partecipazioni	-31	0
Risultato prima delle imposte	552	535
Imposte sul reddito	-62	89
Risultato netto	613	446
<i>Risultato netto di pertinenza di terzi</i>	<i>-43</i>	<i>-15</i>
<i>Risultato netto di pertinenza dei soci della controllante</i>	<i>656</i>	<i>461</i>

Linee di Ricavo

Tabella n.3

Linee di ricavo	peso	2016 €/000
TV & Digital	29%	4.573
Editoria	21%	3.218
Eventi	41%	6.320
Formazione	10%	1.484
TOTALE	100 %	15.595

Il management prevede che il fatturato e l'EBITDA della società avranno il seguente andamento.

Tabella n.4

€/000	2016	2017	2018	2019	2020
Fatturato	15.595	15.621	16.900	18.300	19.800
EBITDA	3.308	3.413	3.879	4.300	4.792

2. DETERMINAZIONE DEL VALORE DELL'AZIENDA

2.1 METODI DI VALUTAZIONE

La misura del capitale economico di un'azienda può essere determinata con riferimento alla sua componente patrimoniale, alla sua capacità di generare reddito o flussi finanziari positivi. I diversi metodi di valutazione di fondo si differenziano tra loro in quanto privilegiano uno di tali aspetti piuttosto che un altro.

Al di là della loro correttezza concettuale, i vari metodi presentano problemi peculiari nella loro applicazione pratica, che derivano principalmente dalla corretta identificazione e quantificazione delle variabili delle formule di valutazione.

La dottrina più diffusa in tema di valutazioni di aziende indica diversi metodi per calcolare il valore del capitale economico di un'impresa, la cui scelta va effettuata tenendo in considerazione le **caratteristiche** dell'azienda o del "business" da valutare, lo **scopo** della valutazione e il livello delle **informazioni disponibili**.

La prima distinzione è fra metodi di valutazione **diretti** (o sintetici) e metodi di valutazione **indiretti** (o analitici). I primi fanno riferimento ai prezzi di mercato dei titoli dell'azienda da valutare o di aziende ad essa comparabili per dimensioni e caratteristiche (metodi di borsa), transazioni comparabili o altri parametri. Si tratta quindi di metodi *empirici*, basati su indicatori dedotti dal mercato o dall'esperienza.

I **metodi di mercato** si basano sull'ipotesi che il valore di un bene sia determinabile con riferimento al prezzo derivante dagli scambi di beni similari avvenuti nel recente passato e sono di norma applicati mediante l'utilizzo delle seguenti metodologie:

- **Metodi di borsa**, che consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico.
- **Metodi delle transazioni comparabili**, consistono nel riconoscere all'azienda un valore pari ai prezzi realizzati in transazioni recenti, aventi per oggetto aziende similari.
- **Altri metodi empirici**, che si basano sull'applicazione di appositi coefficienti a grandezze che mutano di caso in caso (ad es. multipli di fatturato per l'industria, raccolta da clienti per le banche, volume dei premi, per le assicurazioni, ecc.).

I **metodi di valutazione indiretti (o analitici)**, invece, sono fondati sull'analisi della consistenza patrimoniale e/o dell'andamento economico-finanziario atteso dell'azienda stessa.

Tali metodi, a loro volta, possono suddividersi in tre macro-categorie:

- **metodi patrimoniali**, per i quali il valore dell'azienda è pari al saldo netto tra attività e passività, materiali e immateriali, riportate ovviamente a valori correnti (o di mercato) e non di bilancio;
- **metodi reddituali**, secondo i quali un'azienda viene valorizzata in base all'attualizzazione dei suoi redditi netti futuri attesi, dopo averli "normalizzati" per tenere conto dell'impatto di fenomeni a carattere straordinario o, comunque, non ricorrente;
- **metodi finanziari**, che definiscono il valore dell'azienda pari al valore attualizzato dei flussi di cassa che si prevede possano essere generati dalla gestione.

Ciascun metodo può, inoltre, essere applicato in modi diversi, così come è frequente, soprattutto nella prassi italiana, l'utilizzo di metodi "misti" che tengono in considerazione più di un aspetto (ad esempio, il patrimonio e il reddito).

La scelta del metodo o dei metodi di valutazione dipende, a questo punto, principalmente dalle caratteristiche specifiche dell'azienda e del settore nel quale essa opera.

2.2 SCELTA DEL METODO DI VALUTAZIONE

Nella scelta del metodo di valutazione che può meglio approssimare il valore di mercato dell'azienda è stato considerato quanto segue:

- la società ha fornito un'evoluzione dei flussi di cassa previsti per i prossimi anni
- il valore degli asset detenuti dalla società è in gran parte legato a immobilizzazioni immateriali il cui valore è ricompreso nei flussi di cassa prospettici
- gli aspetti reddituali e finanziari sono gli aspetti essenziali per determinare il valore delle società.

Il valore dell'azienda, per le sue caratteristiche e per la disponibilità di informazioni, può essere calcolato tenendo conto degli aspetti finanziari, per quanto riguarda la sua attività operativa. Nel caso specifico, quindi, si è ritenuto opportuno utilizzare un **metodo finanziario unlevered discounted cash flow analysis (UDCF)**, come metodo di controllo è stato utilizzato il *metodo dei multipli di mercato*.

Nei paragrafi che seguono è descritto tale metodo, mentre la sua applicazione ai fini della valutazione è riportata nel successivo paragrafo.

2.3 DESCRIZIONE E APPLICAZIONE DEL METODO DI VALUTAZIONE

2.3.1 Il metodo finanziario (Unlevered Discounted Cash Flow)

I metodi finanziari prescindono dal capitale investito e dalle misure di reddito, e tengono conto esclusivamente dei flussi monetari generati dall'iniziativa: il valore di mercato è calcolato attualizzando alla data della valutazione sia i flussi di cassa prospettici sia il valore residuo della società o della iniziativa.

La valutazione finanziaria viene ormai sempre più frequentemente condotta utilizzando l'*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis*, o metodo dei flussi di cassa prima degli oneri finanziari. Questo approccio valutativo è finalizzato alla definizione di un prezzo di acquisto di un'azienda, o di valorizzazione di un investimento, come differenza tra il valore dell'investimento dell'ipotetico acquirente e la posizione finanziaria netta iniziale.

Il valore dell'investimento è dato, a sua volta, dalla somma di due componenti:

1. la prima è componente costituita dalla **somma del valore attuale dei flussi di cassa futuri** (calcolati prima degli oneri o proventi finanziari) attesi nell'arco temporale considerato nell'analisi, attualizzati al costo medio ponderato del capitale (*WACC – Weighted Average Cost of Capital*).
2. la seconda componente è rappresentata dal **valore "finale" aziendale**, calcolato, se considerato applicabile, normalmente come rendita perpetua del flusso monetario della gestione caratteristica (flusso di cassa prima degli oneri finanziari) di un anno "standard", stimato in base ai risultati previsti per gli ultimi anni del periodo di osservazione considerato dall'analisi, ad un tasso di capitalizzazione *WACC-g* che tiene conto del tasso di crescita del flusso di cassa normalizzato (*g*). Tale valore finale viene poi attualizzato al tasso *WACC*.

L'importo dell'investimento (o *Enterprise Value*) viene poi ridotto o aumentato, come detto in precedenza, dell'importo della posizione finanziaria netta, per ottenere l'*Equity Value*.

Il valore dell'azienda o del ramo di azienda, quindi, deriva dall'applicazione della seguente formula:

$$V = \left[\frac{Kn}{W-g} (1+w)^{-n} \right] + \sum_{t=1}^n CF_t (1+w)^{-t} - P$$

Le variabili da stimare ai fini della valutazione sono le seguenti:

Kn	= flusso di cassa atteso al lordo degli oneri/proventi finanziari
w	= tasso di attualizzazione, pari al costo medio ponderato del capitale
g	= tasso di crescita del flusso di cassa normalizzato
CF	= flussi di cassa attesi al lordo degli oneri finanziari
P	= posizione finanziaria netta alla data della valutazione
n	= numero di esercizi considerati
t	= numero dell'esercizio di riferimento

Il metodo finanziario, l'*Unlevered Discounted Cash Flow Analysis*, è stato applicato alle valutazioni delle Società applicando la metodologia descritta nei seguenti paragrafi:

- a. definizione dei cash flow da utilizzare per la valutazione;
- b. calcolo del costo medio ponderato del capitale (*WACC*);
- c. stima del valore finale della Società al termine del periodo preso in esame;
- d. periodo di riferimento;
- e. posizione finanziaria netta iniziale;
- f. valutazione in base al metodo finanziario.

Nei paragrafi che seguono sono descritti i parametri utilizzati nella valutazione di Gambero Rosso S.p.A..

a. Definizione dei cash flow per la valutazione

Per la definizione del valore delle Società sono stati utilizzati i *free cash-flow*, ossia i flussi di cassa complessivi, prima degli oneri o proventi finanziari. I valori utilizzati, unlevered e al netto delle imposte, sono quelli che emergono dai piani economico-finanziari descritti in precedenza.

b. Calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il tasso di attualizzazione è normalmente calcolato in misura pari al costo medio ponderato del capitale della Società.

Esso rappresenta il rendimento che gli investitori si attendono sia relativamente al capitale di rischio che al capitale di credito per investire in una attività nel settore dell'azienda oggetto di valutazione e con un profilo simile di rischio.

Per calcolare tale parametro è stato necessario individuare i valori indicati nei paragrafi che seguono.

b.1 Mezzi propri e mezzi di terzi

Il Debt/Equity Ratio utilizzato è quello da voi comunicatoci, che tiene conto di una situazione di lungo periodo tendente al 100%.

(1) D/E Ratio	
D/E Ratio	100 %
Equity	50 %
Debt	50 %
	100 %

b.2 Tasso risk free

Il tasso di rendimento normale atteso indica la remunerazione minima del capitale di rischio che esigono gli azionisti per investire nell'azienda piuttosto che in altre attività. È pari alla somma tra il "tasso *risk-free*", il tasso di rischio generico di mercato e il tasso di rischio del settore e quello specifico dell'azienda.

Il tasso su investimenti privi di rischio è stimato di norma in base al rendimento netto di titoli pubblici con un orizzonte temporale simile a quello dei flussi attesi da attualizzare.

Nel caso specifico, il tasso è stato calcolato in base al rendimento netto medio dei BTP Italiani a 5 anni (fonte: <http://www.rendimentibtp.it>).

(2) Risk-free rate	
Rendimento netto BTP 5 anni	0,74%
Risk free rate	0,74%

All'interno del piano elaborato sono stati utilizzati valori "nominali", pertanto, il *risk free rate*, non è stato depurato del tasso d'inflazione atteso.

b.3 Risk premium

Il premio di rischio, da aggiungere al *risk-free rate* per definire il tasso di rendimento normale atteso, deve tenere conto di elementi quali:

- il rischio generico di investimento in un'attività imprenditoriale piuttosto che in uno strumento finanziario privo di rischio (rischio di mercato);
- il profilo di rischio del settore specifico nel quale opera l'azienda oggetto della valutazione, rispetto ad altri settori economici;
- una valutazione sulle dimensioni e sulle caratteristiche specifiche dell'azienda oggetto di valutazione.

Il livello del rischio di mercato normalmente è stimato in base ad analisi di lungo termine sui rendimenti medi azionari rispetto a quelli in titoli di Stato. Nel caso specifico, è stato definito un livello di rischio di mercato generico pari al 5,08 % e uno specifico *country risk* valutato per l'Italia pari a 1,60 % (*Fonte: analisi del Prof. Damodaran – gennaio 2018*).

(3) Market risk premium	
Mature market risk premium	5,08 %
Italy country risk premium	1,60 %
Market risk premium	6,68 %

Il profilo di "rischio di settore" è calcolato rettificando il market risk premium per il beta dei settori Education, Entertainment e Publishing & Newspapers, (*Fonte: analisi del Prof. Damodaran - gennaio 2018*), opportunamente pesato in base alle diverse linee di fatturato (vedere Tabella n.3) e pari a 0,81, riportato su base levered sulla base del rapporto Debito/Equity precedentemente indicato e di un tax rate pari al 24%: il beta risultante è pari a **1,42**. Per il settore Eventi è stata applicata la media degli altri settori.

	BETA DAMODARAN	
	Beta	Beta pesato
TV & Digital	0,74	0,22
Editoria	0,82	0,17
Eventi	0,83	0,33
Formazione	0,92	0,09
Media		0,81

(4) Beta	
Beta unlevered di settore	0,81
Tax rate	24 %
Debt Ratio (D/E)	100 %
Beta levered	1,42

Come risultante dei parametri sopra descritti, è stato determinato un Cost of Equity del 10,24 %, come somma del Risk free rate e del market risk premium moltiplicato il beta levered:

Cost of Equity	10,24 %
-----------------------	----------------

b.4 Costo del debito

In base alle informazioni fornite dalla Società, il costo del debito è oggi pari al 4,50%.

Aliquota fiscale: L'aliquota fiscale sui redditi di impresa, utilizzata ai fini del calcolo del tasso è pari al 24%.

Calcolo del costo medio ponderato del capitale: in base ai parametri descritti sopra, il costo medio ponderato del capitale (WACC) per la Società, come evidenzia la Tabella che segue, risulta pari al 6,83%.

(6) WACC			
Cost of Equity	10,24 %		
Cost of Debt	4,50 %		
	Pesi	Tassi medi	WACC
Mezzi propri	50 %	10,24 %	
Mezzi di terzi	50 %	4,50 %	
Aliquota fiscale	24%		6,83 %

c. Stima del valore finale della Società al termine del periodo preso in esame

Nel metodo di valutazione finanziario normalmente assume una notevole rilevanza il calcolo del valore finale o residuo della Società al termine del periodo nel quale si attualizzano i flussi di cassa.

Il valore residuo rappresenta, infatti, il valore che avrebbe ancora l'azienda alla fine dell'arco temporale preso in considerazione e va anch'esso attualizzato alla data della valutazione.

Il *terminal value* è stato calcolato capitalizzando al tasso WACC il cash flow a regime da Voi indicatoci incrementato del tasso g pari al 2%.

CASH FLOW DA MODELLO PER TERMINAL VALUE	
	€/000
Cash flow a regime	€ 1.800

d. Periodo di riferimento

L'arco temporale utilizzato ai fini delle valutazioni è di 3 anni, pari la periodo di pianificazione esplicita (2018-2020).

e. Posizione finanziaria netta iniziale

La posizione finanziaria netta iniziale da considerare ai fini della valutazione, come da indicazioni della Società, è pari a – € 11.587.000 circa e tiene conto dei debiti tributari scaduti oltre alle componenti finanziarie.

f. Valutazione in base al metodo finanziario

L'applicazione del metodo dei flussi di cassa porta a determinare il valore dell'attività operativa della Società. I flussi di cassa operativi sono quelli derivanti dal Business Plan 2018-2020 predisposto dalla Società e riportati nell'Allegato 1.

I flussi di cassa unlevered usati ai fini della valutazione sono i seguenti:

FREE CASH FLOW					A regime
€/000	Periodi	0,5	1,5	2,5	3
	UFCF	* 473	815	1.233	1.800
	UFCF ATTUALIZZATI	457	738	1.045	

VALUTAZIONE FINANZIARIA (€/000)	
Valore terminale	37.262
Valore attuale del valore terminale al WACC	30.562
Valore attuale dei free cash flow al WACC	2.240
Enterprise Value	32.802
- Posizione finanziaria netta	-11.587
Equity Value	21.215

2.3.2 Il metodo dei multipli di mercato

Il metodo dei multipli definito anche metodo dei “moltiplicatori di mercato”, individua il valore dell'azienda dalle osservazioni delle relazioni che legano alcuni parametri significativi dell'azienda in valutazione ad alcune grandezze derivate dall'analisi di altre aziende.

La stima del valore dell'azienda viene attribuita da parte del mercato sulla base di valutazioni assegnate ad aziende confrontabili ed omogenee.

Il multiplo sostanzialmente è un rapporto, determinato in una o più aziende comparabili a quella da valutare, fra:

- **Numeratore, rappresentato dal valore dell'azienda**, dato da:
 - Enterprise value (EV), quando si utilizza l'approccio Asset side ovvero unlevered;

- Valore del capitale azionario (Price o Equity value), quando si utilizza l'approccio Equity side ovvero levered.
- **Denominatore**, rappresentato da una **variabile** in grado di riassumere in sé la capacità dell'azienda di produrre ricchezza:
 - Grandezze contabili (opzione usata più spesso): Sales, EBITDA, EBIT, Utile netto, Patrimonio netto contabile, ovvero
 - Grandezze fisiche (opzione usata meno spesso e in casi particolari), quali: numero abbonati, utenti, stanze d'albergo, etc:

La valutazione di un'azienda secondo il metodo dei multipli consiste nel calcolare il valore del patrimonio aziendale, con alcune rettifiche dal numeratore, moltiplicando il dato di bilancio (grandezza indicata nel denominatore del multiplo) con il multiplo.

Tipologie di multiplo

Nelle valutazioni effettuate con i multipli di borsa la scelta dei moltiplicatori viene effettuata tra:

- *Multipli Storici*: derivano dal confronto tra i prezzi correnti di borsa e quelli risultanti dall'ultimo bilancio disponibile;
- *Multipli Trailing*: che scaturiscono da confronto tra i prezzi correnti di borsa con i risultati riferibili ai dodici mesi precedenti la data di riferimento alla quale vengono rilevati i prezzi stessi;
- *Multipli Leading*: che derivano dal confronto tra i prezzi correnti di borsa con i risultati attesi per il futuro esercizio o con una media dei prossimi 2/3.

Di seguito sono descritti i parametri utilizzati nella valutazione di Gambero Rosso S.p.A. ed è riportata l'applicazione del metodo stesso.

I multipli presi in considerazione ai fini della valutazione sono i seguenti:

EV/ EBITDA: ovvero rapporto tra Enterprise Value e Earning before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization (EBITDA).

Tale multiplo viene utilizzato in numerose occasioni poiché non è influenzato dalle politiche di bilancio della società, inoltre può essere utilizzato per molte imprese dato che EBITDA negativi sono molto meno frequenti rispetto a risultati d'esercizio negativi.

P / SALES: ovvero il rapporto tra Price e Sales. I multipli con denominatore le vendite sono largamente utilizzati poiché considerati molto attendibili e oggettivi.

EV/ SALES: ovvero il rapporto tra Enterprise Value e Sales. Questo multiplo è considerato generalmente più accurato di P/S poiché la capitalizzazione di mercato non tiene in considerazione nello stesso modo il debito della società così come l'EV. Un EV/S più basso evidenzia una società sottovalutata o con potenzialità inesprese.

I multipli utilizzati fanno riferimento ai settori Education, Entertainment e Publishing & Newspapers (Fonte: analisi del Prof. Damodaran - gennaio 2018), opportunamente pesati sulla base alle diverse linee di fatturato (vedere Tabelle n.3). Per il settore Eventi è stata applicata la media degli altri settori. Di seguito si riportano i diversi multipli utilizzati per la valutazione:

MULTIPLI DAMODARAN						
	P/S	P/S pesato	EV / EBITDA	EV / EBITDA pesato	EV/S	EV/S pesato
TV & Digital	1,86	0,55	17,99	5,28	2,26	0,66
Editoria	1,19	0,25	9,97	2,06	1,59	0,33
Eventi	1,34	0,54	12,05	4,88	1,89	0,77
Formazione	0,97	0,09	8,18	0,78	1,83	0,17
Media		1,43		12,99		1,93

Di seguito si riportano le valutazioni con il metodo dei multipli

Valutazione Equity Side	
Parametro 2017	
€/000 Fatturato	15.621
P/S	1,43
Equity Value €/000	22.281

Valutazione Asset Side		
Parametro 2017		
€/000 Fatturato		15.621
€/000 EBITDA	3.413	
EV/EBITDA	12,99	
EV/S		1,93
Valutazione (€/000)	44.345	30.183
Valutazione media (€/000)		37.264
PFN (€/000)		(11.587)
Equity Value (€/000)		25.677

3. CONCLUSIONI

Di seguito si riportano i risultati della valutazione effettuata.

La valutazione con il metodo dei Discounted Cash Flow (DCF) ha evidenziato un valore di € 21.215.000 come da tabella:

VALUTAZIONE FINANZIARIA (€/000)	
<i>Valore terminale</i>	37.262
<i>Valore attuale del valore terminale al WACC</i>	30.562
<i>Valore attuale dei free cash flow al WACC</i>	2.240
Enterprise Value	32.802
<i>- Posizione finanziaria netta</i>	-11.587
Equity Value	21.215

La valutazione con il metodo di controllo dei multipli ha evidenziato i seguenti risultati:

Equity Value	€/000
Valutazione Equity Side	22.281
Valutazione Asset Side	25.677

In sintesi i risultati delle valutazioni con i metodi indicati sono i seguenti:

Equity Value	€/000
Valutazione con metodo DCF	21.215
Valutazione metodo dei multipli Equity Side	22.281
Valutazione metodo dei multipli Asset Side	25.677

Pertanto si valuta che l'Equity Value si trovi compreso in un range tra un minimo **€ 21.215.000** e un **massimo di € 25.677.000**.

Tali valori sono superiori alla capitalizzazione media di borsa degli ultimi 6 mesi in quanto la Società è quotata sul mercato AIM, mercato attualmente caratterizzato da una situazione di illiquidità generale, che tende a deprimere la quotazione; inoltre, come noto, gli investitori di borsa nel valutare le opportunità di investimento, tipicamente applicano un significativo sconto di minoranza.

ALLEGATO 1. MANAGEMENT LETTER 13 MARZO 2018

PIM S.P.A.

RISERVATA

13 marzo 2018

Spettabile
Business Value S.r.l.
Via di Panico, 54
00186 Roma

Alla Cortese attenzione del
Dottor Bruno Piperno

Oggetto: Trasmissione di elementi ed informazioni sugli andamenti attuali ed attesi della società Gambero Rosso S.p.A.

Egregio Dottor Piperno,

Con riferimento all'incarico di valutazione della quota di partecipazione detenuta dalla PIM S.p.A. nella società Gambero Rosso S.p.A. ("la società"), da noi conferitovi in data 12 marzo 2018, Vi confermiamo che i dati e le informazioni principali alla base del piano industriale della società sono i seguenti.

Il piano è costruito a valori nominali.

Dopo due anni di sostanziale stabilità del fatturato, partire dal 2018, sono previsti incrementi significativi del valore della produzione. Tali incrementi sono riconducibili ai seguenti diversi fattori:

- Positivo andamento delle esportazioni nel settore agroalimentare.
- Forte espansione delle attività in affiancamento alle imprese esportatrici nei segmenti premium.
- Nuovi accordi firmati con controparti importanti nel corso del 2017 che daranno risultati dal 2018 in poi (gate gourmet, artigiancassa, contratti televisivi internazionali, accordi con primarie università per ulteriori master e corsi di alta formazione, ecc.).

A regime tasso di crescita atteso è pari al 2%

Il Fatturato e l'EBITDA attuale e prospettico della società hanno il seguente andamento.

(dati in 000)	2016	2017	2018	2019	2020
Fatturato (000)	15.596	15.621	16.900	18.300	19.800
EBITDA	3.308	3.413	3.879	4.300	4.792



PIM S.P.A.

Riservata

Spettabile
Business Value
13 marzo 2018
Pag. 2

Il Capitale Circolante Netto attuale e prospettico della società ha il seguente andamento.

(dati in 000)	2016	2017	2018	2019	2020
Capitale Circolante Netto	3.737	3.743	4.049	4.385	4.744

Nel periodo di piano si prevedono i seguenti flussi di cassa.

(dati in 000)	2018	2019	2020	a regime
EBITDA	3.879	4.300	4.792	4.800
Imposte	-200	-250	-300	-300
Variazione del capitale CCN	-306	-335	-359	0
CAPEX	-2.900	-2.900	-2.900	-2.700
Unlevered Free Cash Flow	473	815	1.233	1.800

La PFN è pari a euro -11.587.000 e include, oltre alle componenti finanziarie, anche i debiti fiscali scaduti e rottamati.

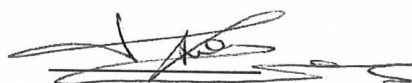
A regime, il rapporto tra capitale di debito e mezzi propri tenderà al valore 1.

L'attuale costo del capitale di debito è pari al 4,50%.

* * *

Cordiali saluti

Ing. Paolo Cuccia



PIM S.P.A.