

LUCA PIERI
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE LEGALE

Spett.le
Class Editori S.p.A.
Via Marco Burigozzo, 5
20122 Milano

C.a. Dott. Daniele Lucherini

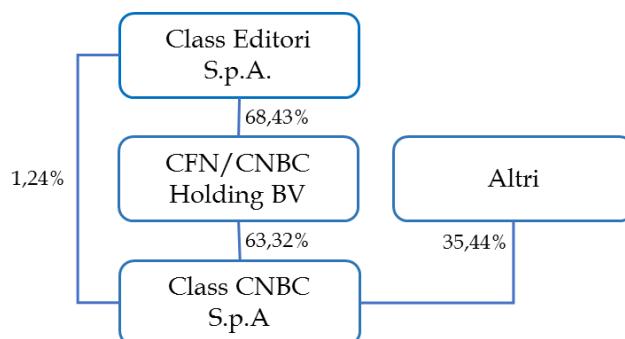
Oggetto: Relazione di stima del valore economico di Class CNBC S.p.A. al 31.12.2018

Sommario

1. Premessa	2
2. Presupposti e limiti della stima	3
3. La Società oggetto di stima	5
4. Scelta dei criteri e del metodo di valutazione.....	8
4.1 Criteri di valutazione della partecipazione	8
4.1.2 I metodi finanziari – DCF	9
5. Valutazione della Partecipazione	15
5.1 Procedimento valutativo	15
5.2 Il Piano industriale di CNBC	16
5.3 Il tasso di attualizzazione WACC.....	19
5.4 Applicazione del Discounted Cash Flows.....	22
5.4.1 Sensitivity	22
5.5 Applicazione metodologia valutativa alternativa.....	24
6. Conclusioni	25

1. Premessa

Il sottoscritto Luca Pieri nato a Roma, il 12 maggio 1979, libero professionista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili di Roma al n. AA_9745 e al Registro dei Revisori Legali al n. 153248 giusta pubblicazione nella G.U. n.97 del 12 dicembre 2008, ha ricevuto incarico dalla Società Class Editori S.p.A., con sede in Milano in via Marco Burigozzo 5 (di seguito "Class" o il "Committente") di redigere una relazione di stima del valore economico della società Class CNBC S.p.A. (in seguito anche "CNBC" o la "Società"), con sede legale in Milano, via Marco Burigozzo 5, iscritta al registro delle imprese di Milano al n. 1571481 con CF e PI n. 12634800150 partecipata al 63,32% dalla società di diritto olandese CNBC Holding Bv a sua volta partecipata da Class Editori S.p.A. al 68,43% come esposto nel grafico di seguito.



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.

2. Presupposti e limiti della stima

La presente relazione si basa sui seguenti presupposti e limitazioni:

- le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della relazione sono state fornite da Class. Lo scrivente, pur avendo adottato le necessarie precauzioni per un'attenta valutazione di tali dati, documenti e informazioni e pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcun *audit* sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni. Resta ferma, quindi, la responsabilità di Class per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili e non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale e degli scenari politici e sociali). Nulla di quanto esposto nella presente relazione può, pertanto, essere interpretato come una garanzia o un'opinione circa i futuri risultati di CNBC;
- lo scrivente ha proceduto alla determinazione del valore economico della Partecipazione avendo a riferimento, in coerenza con l'incarico ricevuto e con quanto concordato nel corso degli incontri avuti con il *management* di Class, i dati sottostanti al progetto di bilancio 31.12.2018 approvato dal consiglio di amministrazione del 15 aprile 2019 (di seguito anche "Progetto di Bilancio 2018") nonché le proiezioni del Piano industriale 2018-2022 approvato dal consiglio di amministrazione del 25 luglio 2018 così come integrato e modificato con la delibera di Cda del 15 aprile 2019;
- le conclusioni cui lo scrivente è pervenuto sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella relazione e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza;
- la data convenzionale di riferimento della presente relazione è il 31.12.2018. Rilievi, accertamenti e valutazioni debbono, pertanto, intendersi riferiti a tale data. Lo scrivente ha ricevuto attestazione scritta che non sono intervenuti, tra la data di riferimento e la data di redazione della presente relazione, fatti, diversi da quelli rappresentati, che possano incidere significativamente sulle risultanze della stima.

Ai fini dell'espletamento dell'incarico affidato è stata esaminata la seguente documentazione:

- bilancio d'esercizio al 31.12.2017 di CNBC;
- progetto di bilancio d'esercizio al 31.12.2018 di CNBC;

LUCA PIERI
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE LEGALE

- Piano industriale 2019 - 2022 della Società;
- altra documentazione utile ai fini dell'espletamento dell'incarico.

3. La Società oggetto di stima

La Società, costituita in data 10.11.1998, ha prevalentemente per oggetto:

- realizzazione gestione diffusione in proprio o tramite terzi di canale televisivi, radiofonici e di trasmissione dati;
- la produzione la coproduzione la produzione esecutiva di films lungometraggi e documentari films e trasmissione televisive in genere destinate a canali televisivi e radiofonici di shorts pubblicitari nonché i riversamenti di programmi televisivi e cinematografici;
- l'acquisto la vendita e la distribuzione di programmi televisivi;
- la gestione di complessi immobiliari e industriali relativi alla diffusione radiotelevisiva, all'esercizio cinematografico e alle altre attività esercitate;
- l'attività informativa culturale e ricreativa con particolare riguardo alla produzione in proprio o per conto terzi di strumenti di informazione e di comunicazione di tipo giornalistico.

La Società produce il canale televisivo Class CNBC in partnership con NBC, Dow Jones, General Electric e Mediaset. La programmazione del canale ha ad oggetto essenzialmente notizie economiche da tutto il mondo 24 ore su 24.

Capitale Sociale e compagine azionaria

Al 31.12.2018 il valore nominale del capitale sociale sottoscritto e versato è di Euro 627.861.

Si riporta di seguito la composizione della proprietà:

- CFN/CNBC Holding Bv: 63,32 %;
- RTI S.p.A.: 9,94%;
- Trefinance S.a.: 9,00%;
- Compagnia Fiduciaria Nazionale S.p.A.: 2,45%
- Banca Popolare di Vicenza S.p.A.: 1,24%
- Banco Popolare di Verona S.c.c.r.l.: 1,24%
- Unicredit S.p.A.: 1,24%
- Diners Club Italia S.r.l.: 1,24%
- Strollo S.r.l.: 1,24%
- Intesa Sanpaolo S.p.A.: 1,24%
- Fineco Group S.p.A.: 1,24%
- Schemaquattordici S.p.A. in liquidazione: 1,24%
- SI Holding S.p.A.: 1,24%
- Cerved BI S.p.A.: 1,24%
- Class Editori S.p.A.: 1,24%
- Mediolanum Comunicazione S.p.A.: 1,24%
- Banca Popolare Italiana Società cooperativa: 0,3%
- Paolo Andrea Panerai: 0,08%

La Società è soggetta a direzione e coordinamento, ai sensi dell'art. 2497-bis c.c., di Class Editori S.p.A..

Organi sociali

La Società è amministrata da un Consiglio di Amministratore di nove consiglieri composto dal dott. Paolo Andrea Panerai nel ruolo di Presidente e dai consiglieri Gabriele Capolino, Pierluigi Magnaschi, Luca Nicolò Panerai, Angelo Riccardi, Mauro Crippa, Gina Nieri e Francesco Currò.

La Società è inoltre dotata di un collegio sindacale composto dal dott. Mario Medici nel ruolo di Presidente e dai sindaci dott. Vieri Chimenti e dott. Vincenzo Truppa.

La Società è revisionata dalla società di revisione BDO Italia S.p.A..

Situazione patrimoniale

Si espone di seguito il Progetto di Bilancio 2018, confrontata con il bilancio d'esercizio al 31.12.2017:

Valuta: euro	31/12/2017 Actual	31/12/2018 Actual
ATTIVITA'		
Immobilizzazioni Immateriali	-	4.411
Immobilizzazioni materiali	40.615	520.163
Crediti per Imposte anticipate	1.735.264	1.635.495
Altri Crediti	3.613	3.616
Totale Attività Non Correnti	1.779.492	2.163.685
Crediti Commerciali	22.582.631	2.525.807
Crediti Finanziari	203.000	20.509
Crediti Tributari	74.624	76.411
Altri Crediti	48.623	222.834
Disponibilità liquide	102.918	113.998
Totale Attività Correnti	23.011.796	2.959.559
TOTALE ATTIVO	24.791.288	5.123.244
Valuta: euro	31/12/2017 Actual	dic-18
PASSIVITA'		
Capitale Sociale	627.861	627.860
Riserve	1.613.030	1.615.114
Utili (perdita) a nuovo	11.156	(1.408.686)
Utili (perdita) del periodo	(1.419.842)	303.002
Patrimonio Netto	832.205	1.137.290
Debiti Finanziari	682.098	-
TFR e altri fondi del personale	395.412	501.002
Totale Passività Non Correnti	1.077.510	501.002
Debiti Finanziari	7.429.636	1.132.075
Debiti Commerciali	14.996.402	1.555.647
Debiti Tributari	173.604	413.300
Altri Debiti	281.931	383.929
Totale Passività Correnti	22.881.573	3.484.952
Totale Passività	23.959.083	3.985.954
TOTALE PASSIVO E PATRIMONIO NETTO	24.791.288	5.123.244

Come esposto nella tabella sopra, nel Progetto di Bilancio 2018 l'attivo si compone come segue:

- Immobilizzazioni immateriali pari ad Euro 4 mila ascrivibili a software operativi;
- Immobilizzazioni materiali pari ad Euro 520 mila, afferenti a impianti e macchinari, macchine elettroniche, mobili e arredi nonché a investimenti, sostenuti nell'esercizio 2018, riferibili a immobilizzazioni in corso a seguito di migliorie tecnologiche

- apportate alla strumentazione necessaria all'emissione del segnale televisivo - cui si è fatto riferimento in precedenza nella presente relazione - non ancora pronte all'uso;
- I crediti per imposte anticipate sono pari a Euro 1.635 mila;
 - I crediti finanziari sono pari a Euro 21 mila e sono riferibili al conto corrente di corrispondenza intrattenuto con EDIS S.r.l.;
 - i crediti commerciali sono pari ad Euro 2.526 mila. In particolare, la voce in oggetto subisce un decremento significativo rispetto alla situazione patrimoniale del 31.12.2017 in seguito alla compensazione tra crediti commerciali e debiti finanziari e commerciali verso Class;
 - i crediti tributari ammontano ad Euro 76 mila e si riferiscono a acconti di imposta IRAP versati e altre partite creditorie minori verso l'erario;
 - i crediti verso altri sono pari a Euro 223 mila e si riferiscono a: i) risconti attivi per Euro 177 mila, e ii) altri crediti per Euro 46 mila afferenti prevalentemente ai crediti verso dipendenti relativi ad anticipi corrisposti per spese di trasferta (Euro 44 mila);
 - disponibilità liquide pari ad Euro 114 mila.

Il passivo si compone come segue:

- il patrimonio netto è pari a Euro 1.137 mila ed è composto da: i) capitale sociale per Euro 628 mila; riserve per Euro 206 mila e utile di esercizio pari a Euro 303 mila;
- TFR per Euro 501 mila;
- Passività correnti di natura finanziaria per Euro 1.132 mila riferibili principalmente a debiti verso banche per Euro 682 mila - classificati tra le partite finanziarie non correnti nel precedente esercizio - a partite debitorie verso la società controllante Class con cui la Società ha in essere un rapporto di tesoreria centralizzata;
- Debiti commerciali pari ad Euro 1.556 mila; in particolare, la voce in oggetto subisce un significativo decremento rispetto al 31.12.2017 principalmente in seguito alla compensazione intervenuta nel corso dell'esercizio 2018 tra crediti commerciali e debiti finanziari verso Class;
- debiti tributari sono pari ad Euro 240 mila e sono riferibili per Euro 203 mila a debiti per ritenute d'acconto operate su lavoratori dipendenti e lavoratori autonomi e per il residuo di Euro 37 mila a debiti per imposte correnti;
- altri debiti per Euro 384 mila ascrivibili a debiti verso istituti di previdenza e fondi complementari per Euro 206 mila, ratei e risconti passivi per Euro 112 mila (tra cui rateo ferie permessi e mensilità aggiuntive) e altre partite debitorie verso dipendenti e collaboratori per note spese.

Lo scrivente rileva che i dati contabili della Società sono oggetto di revisione da parte della società BDO Italia S.p.A., nominata con atto del 31.01.2017, e in carica fino al 24.04.2022.

Alla data di riferimento della presente relazione la Direzione Aziendale mi ha rappresentato che BDO Italia non ha ancora rilasciato la relazione di revisione sul Progetto di Bilancio al 31.12.2018.

4. Scelta dei criteri e del metodo di valutazione

4.1 Criteri di valutazione della partecipazione

La determinazione del valore attribuibile a un'azienda viene eseguita mediante l'applicazione dei metodi di valutazione suggeriti dalla dottrina e normalmente utilizzati nella pratica.

È necessario sottolineare, preliminarmente, come la valutazione del capitale economico di una azienda non sia riconducibile ad una mera operazione matematica priva di elementi di incertezza, bensì ad un processo in cui l'elemento decisionale risulta di preponderante rilevanza. Infatti, la scelta preliminare della metodologia valutativa deve essere fatta in funzione dello scopo della stima e della realtà specifica dell'azienda/ramo/bene che ne è oggetto, inspirata dai principi della razionalità e della neutralità.

Come è noto, i metodi suggeriti dalla dottrina a tal fine sono numerosi, ma si possono ricondurre sostanzialmente a due tipologie: *metodi diretti* e *metodi indiretti*.

Si definiscono *diretti* quei metodi che fanno riferimento, per l'individuazione del valore dell'azienda, agli effettivi prezzi espressi dal mercato per quote di capitale dell'azienda medesima o di aziende simili; sono *indiretti*, invece, i metodi, che, a causa delle insufficienze dei dati di mercato o dall'assenza totale di tali dati, impostano su altre basi informative il processo di stima del capitale economico.

I metodi diretti scontano nella pratica numerose difficoltà applicative nonché problemi di attendibilità. Brevemente nel caso di azienda con titoli non quotati sul mercato, l'unica forma di valutazione diretta è quella basata sui prezzi pagati per aziende simili ovvero per la stessa azienda in tempi precedenti (c.d. *comparison approach to valuation*). I limiti di tale approccio sono del tutto evidenti, laddove si consideri che il trasferimento di un complesso aziendale costituisce un "unicum" dal punto di vista economico. Nel caso di stima di una società quotata in Borsa, il prezzo di scambio delle azioni (espressione quest'ultime del capitale proprio della società) assume il parametro da utilizzare per la stima. Tale metodo non appare comunque attendibile sotto il profilo:

- a) della razionalità: a causa della non sensibile correlazione esistente nella realtà tra valore di mercato e andamento dell'impresa (soprattutto in relazione alla scarsità del flottante o alle sensibili oscillazioni del corso borsistico);
- b) della neutralità: in quanto il valore effettivamente negoziato sconta gli effetti delle condizioni soggettive di negoziazione (asimmetrie informative, differenti posizioni di forza dei contraenti, ecc.), perdendo quel requisito di oggettività dei dati utilizzabili dal perito.

Sul piano puramente pratico, pur ammettendone l'attendibilità teorica, l'utilizzo del prezzo borsistico sconterebbe il problema della scelta del tipo di prezzo (su piazze diverse), dell'arco temporale al quale le quotazioni debbono riferirsi e del modo in cui i prezzi di periodi diversi possono essere sintetizzati per ottenere l'indicatore finale.

Per tali ragioni la dottrina e la prassi ritengono maggiormente attendibili i metodi indiretti. Tali metodi possono raggrupparsi in quattro categorie principali:

- **i metodi patrimoniali:** si basano sulla valutazione analitica dei singoli elementi dell'attivo e del passivo e si differenziano tra *metodi semplici* e *metodi complessi* a seconda che nella

valutazione venga attribuito un valore agli elementi patrimoniali immateriali;

- i **metodi reddituali**: partono dal presupposto che il valore di un'azienda, di un suo ramo o di un singolo bene dipenda unicamente dai redditi che, in base alle attese, sarà in grado di produrre e mirano quindi ad individuare un'adeguata espressione di reddito da capitalizzare;
- i **metodi finanziari**: si ispirano al concetto generale che il valore sia pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che l'azienda, un suo ramo o un singolo bene sarà in grado di generare in futuro. La loro applicazione richiede, dunque, di costruire un'attendibile proiezione futura dei flussi finanziari che l'azienda/ramo o singolo bene sarà in grado di produrre;
- i **metodi misti**: evidenziano quale caratteristica essenziale la ricerca di un risultato finale che consideri contemporaneamente gli aspetti patrimoniali e reddituali, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza trascurare le attese reddituali.

Nella scelta del metodo di valutazione da utilizzare per stimare un'azienda, un ramo d'azienda o un singolo bene è necessario tenere conto preliminarmente della normativa di riferimento e della finalità della valutazione.

Il sottoscritto, nella predisposizione del presente lavoro, ispirandosi al principio della prudenza ha tenuto conto anche della finalità della stima, dovendo anche verificare il potenziale valore di mercato corrente dell'azienda nell'ottica di una potenziale cessione della partecipazione.

Per quanto riguarda il valore legato all'attività aziendale, lo scrivente ha ricevuto dalla Società un Piano industriale quinquennale (2018 - 2022) che è stato rispettato, con riferimento al primo anno di proiezioni economiche ed è stato aggiornato nelle previsioni di evoluzione dei saldi patrimoniali da un piano per il periodo 2019-2022 approvato dal consiglio di amministrazione del 15 aprile 2019.

In tale contesto, appare applicabile un metodo di valutazione che determini il valore economico della Società tenendo conto del suo andamento prospettico nel periodo di previsione esplicita.

In considerazione delle ragioni suesposte, lo scrivente ritiene di dover adottare nelle proprie stime il metodo finanziario del Discounted Cash Flows ("DCF") per la determinazione del valore economico aziendale.

4.1.2 I metodi finanziari - DCF

I metodi finanziari di valutazione si ispirano al concetto generale che il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato di tutti i flussi di cassa che la stessa è in condizione di generare in futuro. In concreto sono state sviluppate differenti alternative metodologiche, tra le quali ha trovato particolare attenzione quella dei flussi di cassa operativi scontati o *Discounted Cash Flows Analysis* ("DCF").

Con l'adozione del metodo *Discounted Cash Flow*, il valore del patrimonio netto di un'azienda viene determinato sulla base della seguente formula:

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

dove i simboli assumono il seguente significato:

W	Valore corrente teorico del capitale dell'azienda che si intende valutare;
F_t	flussi finanziari "unlevered" per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;
F_n	valore residuo (o valore terminale) della sola attività operativa del complesso aziendale alla fine dell'ultimo periodo di previsione esplicita;
WACC	costo medio ponderato del capitale investito;
L	posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

Nel dettaglio i singoli parametri rilevanti della formula illustrata sono così determinati:

I flussi finanziari. Esprimono la dimensione finanziaria della gestione operativa dell'azienda e pertanto si determinano sia trasformando grandezze economiche di competenza (reddito operativo) in effettivi movimenti di risorse monetarie generati per effetto del normale svolgimento dell'attività operativa dell'azienda stessa, sia considerando gli esborsi derivanti dalla realizzazione di investimenti. La sommatoria dei flussi di cassa operativi netti attualizzati esprime, di fatto, il valore complessivo del totale delle attività operative di un'impresa e quindi il valore corrente del capitale investito operativo.

Il valore residuo. E' una misura sintetica (talvolta indiretta) dei flussi annuali imprevedibili, ossia al di là della soglia di previsione analitica.

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;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici del tipo Price/Earning Per Share, Price/Net Book Value Per Share o Enterprise Value/EBITDA;
- valore corrispondente alla capitalizzazione dei flussi nel periodo di previsione esplicita;
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto o del flusso finanziario prospettico medio.

Costo medio ponderato del capitale. Nel metodo del DCF, 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. 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 media della Società.

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.

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 tener conto dei metodi più rigorosi proposti dalla dottrina internazionale, accettati dalla prassi professionale e applicabili al contesto internazionale. In particolare, le deduzioni cui perverremo trovano solide basi nel *Capital Asset Pricing Model* (di seguito definito "CAPM").

Costo del capitale di terzi

Il costo del capitale di debito $i_d(1 - t)$ della Società, 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) i_d , al netto della fiscalità media effettiva t della Società, applicata per tenere conto della deducibilità fiscale degli oneri finanziari.

Struttura finanziaria della Società

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. 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 dei seguenti approcci:

- struttura finanziaria della Società 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 della Società. 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 della Società si allineerà a quella dei suoi *competitors*;
 - valori medi del capitale proprio e del capitale di terzi previsti dal *management* della Società e incorporati nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, vengono fatte previsioni esplicite sulla composizione prospettica del capitale della Società.

Posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

Esprime il valore della differenza tra la corrispondente posizione debitoria e la liquidità immediata e differite. Può discostarsi dal semplice valore contabile qualora talune delle forme di finanziamento assunte dall'azienda presentino un costo effettivo diverso rispetto alle ordinarie condizioni di mercato.

LA DETERMINAZIONE DEL COSTO DEL CAPITALE PROPRIO E DEL CAPITALE DI DEBITO

Come si può facilmente intuire dalla formula per il calcolo di W secondo il metodo del DCF, una criticità nella valutazione del valore di un'azienda tramite metodi finanziari è costituita dalla determinazione del tasso da utilizzare nel procedimento di attualizzazione dei flussi finanziari, cioè del WACC. Proprio per questo, si ritiene opportuno effettuare un approfondimento sulla sua determinazione, andando a disaminare le singole variabili tenute in considerazione dalla formula del WACC.

Il costo del capitale proprio.

Da un punto di vista metodologico, il costo del capitale proprio (i_e) nello specifico settore di riferimento può essere determinato applicando la seguente formula:

$$i_e = r_f + \beta r_p + \alpha$$

dove:

r_f è il rendimento dei titoli privi di rischio;

β è il coefficiente di rischio specifico del settore di riferimento;

r_p è il premio per il rischio sistematico riconosciuto dal mercato;

- a rappresenta il premio per il rischio aggiuntivo di liquidità e per la mancata diversificazione del rischio.

Il tasso così determinato sarà utilizzabile nella formula per il calcolo del WACC ai fini dell'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici desumibili dal piano aziendale.

Se si optasse per la determinazione del *terminal value* in base ai flussi di cassa non analiticamente prevedibili (cd. *perpetuity*), il tasso da utilizzarsi dovrebbe essere determinato come:

$$i_r = i_e - g$$

Ove g è il tasso di crescita previsto per i flussi di cassa futuri oltre il periodo di previsione analitica. Per quanto riguarda il dettaglio della determinazione delle singole componenti della formula anzi illustrata, si espongono nel seguito le indicazioni della dottrina¹ e della pratica professionale prevalente:

Tasso di remunerazione degli investimenti privi di rischio. Per quanto riguarda questa variabile, la prassi comunemente accettata indica la considerazione del saggio di interesse corrisposto sui titoli fruienti di rating AAA o sui titoli di stato a lungo termine. In riguardo a questi ultimi, la dottrina prevalente (anche di origine nordamericana) propone per quei titoli di durata superiore a cinque anni, ma esclude quelli a lunghissimo termine, come ad esempio i titoli trentennali.

Premio per il rischio. Come illustrato dalla formula per il calcolo del costo del capitale proprio, l'intensità del rischio di impresa può essere scomposta in un fattore r_p di rischio sistematico e nel coefficiente β di rischio specifico. Il primo, si può determinare come differenza tra il tasso di rendimento degli investimenti azionari, che possiamo chiamare r_e , e il rendimento dei titoli privi di rischio r_f . Riassumendo, il premio per il rischio si determina come:

$$(r_e - r_f)\beta$$

Per quanto riguarda il rendimento dei titoli azionari, la dottrina prevalente indica di considerare un valore riferito ad un intervallo di tempo anche molto lungo. Infatti, la dottrina americana propone di prendere come riferimento periodi di 60 anni o superiori², laddove quella italiana propone per periodi di tempo più brevi³.

Il coefficiente di rischio specifico, invece, è riferito alla singola impresa e costituisce misura della sensibilità della quotazione del titolo ai movimenti di mercato. Da ciò, ne deriva che se esso corrisponde a 1, il titolo in questione avrà un andamento perfettamente identico a quello di tutto il mercato. Per valori superiori a 1, il titolo presenterà andamenti che tendono ad amplificare l'andamento del mercato, avendo quindi un rischio superiore alla media del mercato. Mentre, per valori tra 0 e 1, il titolo tenderà a smorzare i movimenti del mercato, avendo quindi un rischio inferiore a quello medio del mercato.

Da un punto di vista pratico, la sua determinazione nel caso di società quotate non incontra particolari problemi, poiché diverse fonti pubblicano periodicamente i β dei titoli azionari

¹ Ci si riferisce principalmente al già citato CAPM, o *Capital Asset Pricing Model* e quindi ai diversi autori che lo hanno dapprima teorizzato e poi analizzato.

² R. A. BARLEY, S.C. MYERS, *Principi di finanza aziendale*, Milano, 1993. Si legge infatti a P. 126: «Anche 63 anni di dati non ci danno la sicurezza che il periodo di tempo sia veramente rappresentativo e che le medie non siano distorte da alcuni rendimenti isolatamente alti o bassi».

³ GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, 2001, EGEA, Milano.

quotati⁴.

Infine, α rappresenta la maggiorazione del tasso a fronte del rischio aggiuntivo derivante da illiquidità dell'investimento ovvero connesso al fatto che l'investimento in una specifica attività, anziché in un portafoglio titoli, non consente di eliminare il rischio diversificabile.

Nell'ambito del procedimento valutativo della Società, lo scrivente ha rilevato come il piano industriale sia proiettato su un periodo di previsione esplicita di quattro anni. Lo scrivente, pertanto, evidenzia la necessità di procedere alla stima del *terminal value* ai fini della determinazione del valore economico della Società oltre il periodo di previsione esplicita.

⁴ Tra le più importanti si segnalano: i *Morgan Stanley Beta Book*, il *Merril Lynch Beta Book* oltre alle pubblicazioni di *Bloomberg*. Si segnala poi che i valori dei β vengono riportati anche dalle principali testate giornalistiche economiche.

5. Valutazione della Partecipazione

5.1 Procedimento valutativo

In sintesi, il procedimento valutativo complessivo è articolato nelle seguenti fasi:

- reperimento delle informazioni necessarie;
- analisi della documentazione contabile predisposta dalla Società;
- analisi delle *assumptions* adottate nel Piano industriale;
- analisi dei *cash flows* prospettici;
- stima del valore economico della Società;
- stima del valore della Partecipazione.

Prima di procedere alla valutazione sono state organizzate una serie di riunioni di lavoro al fine di procedere all'approfondimento degli aspetti peculiari delle procedure contabili in essere. In tale sede sono state messe a punto le richieste documentali e le collaborazioni di cui avvalersi per lo svolgimento del lavoro.

Sono stati richiesti ed esaminati i documenti di carattere generale necessari ad acquisire le informazioni di base relative alla società oggetto di valutazione.

L'insieme delle procedure amministrative e contabili, a giudizio di chi scrive e in considerazione della dimensione della Società, nonché della presenza di un organo di revisione contabile esterno, garantiscono un sufficiente livello di attendibilità dei dati consuntivi forniti. Lo sviluppo di dati previsionali appare supportato da idonei processi e conoscenza del settore di riferimento come constatabile anche dalla sostanziale coerenza tra le proiezioni economiche del piano industriale 2019-2022 e il precedente piano 2018-2022.

La valutazione viene svolta sul presupposto della veridicità della documentazione esibita dalla Società e della corretta applicazione dei principi contabili nella predisposizione delle situazioni contabili fornite. I dati, i documenti e le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della relazione sono stati forniti dalla Società. Lo scrivente, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcun *audit* sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni. Resta ferma, quindi, la responsabilità della Società per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego.

5.2 Il Piano industriale di CNBC

Lo scrivente riporta di seguito il conto economico risultante nel piano industriale di CNBC elaborato dalla Società per il periodo 2019-2022.

<i>Conto Economico</i> <i>Valuta: Euro</i>	<i>31/12/2018 Actual</i>	<i>31/12/2019 Piano</i>	<i>31/12/2020 Piano</i>	<i>31/12/2021 Piano</i>	<i>31/12/2022 Piano</i>
Ricavi	698.660	610.825	439.749	283.124	283.124
Altri Ricavi e Proventi	100.613	-	-	-	-
Ricavi vs Terzi	799.273	610.825	439.749	283.124	283.124
Ricavi Pubblicitari	3.365.266	3.471.379	4.390.455	5.065.080	5.281.080
Ricavi Intercompany	1.165.750	1.241.796	1.241.796	1.241.796	1.241.796
Totale Ricavi	5.330.288	5.324.000	6.072.000	6.590.000	6.806.000
Costi per acquisti	(251)	-	-	-	-
Costi per Servizi	(3.728.824)	(3.676.652)	(4.023.652)	(4.508.652)	(4.631.652)
Costi per il Personale	(945.069)	(937.348)	(937.348)	(937.348)	(937.348)
Altri Costi operativi	(35.362)	(40.000)	(40.000)	(40.000)	(40.000)
Totale Costi Operativi	(4.709.506)	(4.654.000)	(5.001.000)	(5.486.000)	(5.609.000)
EBITDA	620.782	670.000	1.071.000	1.104.000	1.197.000
Proventi/(Oneri) non ordinari	(874)	-	-	-	-
Ammortamenti e svalutazioni	(29.586)	(127.615)	(127.000)	(80.000)	(25.000)
EBIT	590.322	542.385	944.000	1.024.000	1.172.000
Proventi/(Oneri) finanziari Ne	(150.253)	(93.519)	(88.617)	(80.283)	(80.283)
EBT	440.069	448.866	855.384	943.717	1.091.717
Imposte	(137.067)	(187.882)	(299.933)	(322.253)	(363.545)
Risultato Netto	303.002	260.984	555.451	621.464	728.172

Le principali assunzioni sottostanti il piano industriale sono di seguito riportate.

Il Piano di sviluppo della Società si fonda sulla scelta strategica di internalizzare le attività di trasmissione della programmazione in precedenza svolte da soggetti esterni. Il Piano prevede di conseguenza investimenti in sistemi tecnologici per Euro 0,7 milioni - in parte sostenuti nel corso del 2018 e in fase di completamento nel 2019 - al fine di dotarsi della tecnologia necessaria oltre che per incrementare la qualità del prodotto offerto e, conseguentemente, la marginalità. I nuovi investimenti permetteranno di incrementare i ricavi afferenti la *Creative TV*, la creazione di un nuovo piano editoriale, un efficientamento della struttura di produzione e la trasmissione del canale in modalità FULL HD. Tali innovazioni porteranno a un incremento della pubblicità, con una conseguente crescita dei relativi ricavi, con un CAGR complessivamente previsto pari al 6%.

I ricavi *intercompany* sono stati stimati sostanzialmente costanti nell'arco del Piano.

Per quanto concerne i costi appare opportuno evidenziare che il Piano, originariamente sviluppato per il periodo 2018-2022 prevedeva di porre in essere un *turnaround* operativo al fine di riequilibrare la struttura dei costi al volume di affari. In particolare il Piano, a seguito della significativa riduzione nel 2018 attraverso l'internalizzazione di attività precedentemente gestite in outsourcing tramite il rinnovamento tecnologico e l'ottimizzazione dei costi redazionali, prevede per gli anni 2019-2022 una costanza dei costi del personale e un incremento dei costi per servizi in linea con l'incremento di fatturato.

La marginalità operativa, pari al 12% nel 2018, è prevista in miglioramento in arco piano fino ad attestarsi intorno al 17%/18% in linea con la media di settore.

Da colloqui intervenuti con il management è emerso che, in linea con le previsioni del precedente piano 2018-2022, i contratti per la fornitura di servizi e la struttura del costo del lavoro sono stati rinegoziati tra la fine del 2017 e i primi mesi del 2018. Tali azioni sono state poste in essere secondo

le previsioni e il risultato economico al 31.12.2018 conferma e incorpora, come previsto, l'impatto di tali riduzioni.

Si riporta di seguito lo stato patrimoniale del Piano 2019-2022.

<i>Valuta: euro</i>	31/12/2018 Actual	31/12/2019 Piano	31/12/2020 Piano	31/12/2021 Piano	31/12/2022 Piano
ATTIVITA'					
Attività Non Correnti					
Immobilizzazioni Immateriali	4.411	4.411	4.411	4.411	4.411
Immobilizzazioni materiali	520.163	592.548	465.548	385.548	360.548
Crediti per Imposte anticipate	1.635.495	1.467.171	1.240.611	994.851	844.851
Altri Crediti	3.616	3.616	3.616	3.616	3.616
Totale Attività Non Correnti	2.163.685	2.067.746	1.714.186	1.388.426	1.213.426
Attività Correnti					
Crediti Commerciali	2.525.807	2.028.226	1.827.602	1.648.502	1.530.683
Crediti Finanziari	20.509	20.509	20.509	20.509	20.509
Crediti Tributari	76.411	51.073	51.073	51.073	51.073
Altri Crediti	222.834	200.000	200.000	200.000	200.000
Disponibilità liquide	113.998	477.499	1.446.353	2.347.592	3.093.931
Totale Attività Correnti	2.959.559	2.777.307	3.545.537	4.267.676	4.896.196
Totale Attivo	5.123.244	4.845.053	5.259.723	5.656.102	6.109.622
<i>Valuta: euro</i>					
	31/12/2018 Actual	31/12/2019 Piano	31/12/2020 Piano	31/12/2021 Piano	31/12/2022 Piano
PASSIVITA'					
Patrimonio Netto					
Capitale Sociale	627.860	627.860	627.860	627.860	627.860
Riserve	1.615.114	1.615.114	1.615.114	1.615.114	1.615.114
Utili (perdita) a nuovo	(1.408.686)	(1.105.684)	(844.699)	(289.248)	332.216
Utili (perdita) del periodo	303.002	260.984	555.451	621.464	728.172
Patrimonio Netto	1.137.290	1.398.274	1.953.725	2.575.190	3.303.362
Passività Non Correnti					
Debiti Finanziari	-	-	-	-	-
TFR e altri fondi del personale	501.002	527.389	559.523	591.657	623.791
Totale Passività Non Correnti	501.002	527.389	559.523	591.657	623.791
Passività Correnti					
Debiti Finanziari	1.132.075	944.490	896.054	813.718	731.382
Debiti Commerciali	1.555.647	1.483.837	1.343.599	1.333.599	1.179.112
Debiti Tributari	413.300	177.934	193.693	196.975	196.975
Altri Debiti	383.929	313.129	313.129	144.963	75.000
Totale Passività Correnti	3.484.952	2.919.390	2.746.475	2.489.255	2.182.469
Totale Passività	3.985.954	3.446.779	3.305.998	3.080.912	2.806.260
Totale Passività e P. Netto	5.123.244	4.845.053	5.259.723	5.656.102	6.109.622

Sulla base delle risultanze delle analisi svolte e delle rappresentazioni della Direzione Aziendale, lo scrivente ritiene che il Piano originariamente approvato per il periodo 2018-2022, come aggiornato e approvato - per le proiezioni 2019-2022 - in data 15 aprile 2019, sia coerente con i risultati del Progetto di Bilancio 2018 e con la patrimonializzazione della Società alla medesima data.

Determinato il flusso reddituale prospettico, rimane da sviluppare il rendiconto finanziario prospettico. A tal fine ci si avvale dell'analisi dei flussi finanziari predisposta dalla Società per gli anni di previsione del Piano Industriale 2019-2022 come di seguito riportata.

<i>Valuta: euro</i>	31/12/2018 Actual	31/12/2019 Piano	31/12/2020 Piano	31/12/2021 Piano	31/12/2022 Piano
Utili (perdita) del periodo	303.002	260.984	555.451	621.464	728.172
Rettifiche:					
Ammortamenti	29.586	127.615	127.000	80.000	25.000
Autofinanziamento	332.588	388.599	682.451	701.464	753.172
Attività operativa					
Variazione crediti commerciali	20.056.824	497.581	200.624	179.100	117.819
Variazione crediti tributari	(1.787)	25.338	-	-	-
Variazione altri crediti	108.046	191.158	226.560	245.760	150.000
Variazione debiti Commerciali	(13.440.755)	(71.810)	(140.238)	(10.000)	(154.487)
Variazione altri debiti	101.998	(70.800)	-	(168.166)	(69.963)
Variazione debiti tributari	239.696	(235.366)	15.759	3.282	-
Flusso Monetario dell'attività di esercizio (A)	7.396.610	724.700	985.156	951.440	796.541
Attività di investimento					
Immobilizzazioni immateriali/materiali	(513.545)	(200.000)	-	-	-
Flusso Monetario dell'attività di investimento (A)	(513.545)	(200.000)	-	-	-
Attività di Finanziamento					
Variazione debiti vs banche ed enti finanziatori	(6.979.659)	(187.585)	(48.436)	(82.336)	(82.336)
Variazione TFR	105.590	26.387	32.134	32.134	32.134
Variazione riserve e poste di PN	2.083	-	-	-	-
Flusso di cassa attività di finanziamento	(6.871.986)	(161.198)	(16.302)	(50.202)	(50.202)
Flusso di cassa disponibile	11.080	363.502	968.854	901.239	746.339
Disponibilità liquide all'inizio dell'esercizio	102.918	113.998	477.499	1.446.353	2.347.592
Disponibilità liquide alla fine dell'esercizio	113.998	477.499	1.446.353	2.347.592	3.093.931

5.3 Il tasso di attualizzazione WACC

Il tasso di attualizzazione (Weighted Average Cost of Capital, o "Wacc") è stato determinato reperendo informazioni e dati sui principali database e piattaforme finanziarie.

Il tasso è stato calcolato in base alla seguente formula:

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

dove:

- i_e è il Cost of Equity, ovvero il costo dei mezzi propri o capitale di rischio;
- W_e è l'ammontare di riferimento del patrimonio netto;
- W_d è l'ammontare di riferimento del capitale di debito;
- i_d è il Cost of Debt, ovvero il costo medio del capitale di credito;
- t è l'aliquota fiscale vigente (alla data di riferimento) nel paese di domicilio della Società.

Come si evince dalla formula, il Wacc rappresenta il costo medio ponderato delle fonti di finanziamento che si prevede di impiegare in un progetto di investimento. In altre parole, misura il tasso che remunererà in modo equilibrato le fonti di finanziamento per la copertura dei fabbisogni finanziari generati da un investimento, tenendo conto dell'incidenza del debito e del patrimonio netto, e il tasso di remunerazione che ciascuna di queste due fonti di finanziamento richiede.

I parametri della formula sono stati reperiti da primarie piattaforme dati.

Il tasso di congrua remunerazione del patrimonio netto è stato egualato al Cost of Equity (i_e). Il costo dei mezzi propri è stato determinato in osservanza alle linee guida emanate dall'Organismo Italiano di Valutazione (OIV) riportate nel discussion paper "DP.01.2012" del 14 giugno 2012 (cfr. par. 13 del documento in parola, Allegato n.6), optando per la metodologia valutativa secondo cui il rischio paese è implicito nel tasso risk free.

In particolare, l'OIV basa il calcolo del K_e sulla formula del CAPM (Capital Asset Pricing Model):

$$i_e = r_f + \beta r_p + \alpha$$

dove:

- r_f è il rendimento dei titoli privi di rischio;
- β re-levered è il coefficiente di rischio specifico del settore di riferimento;
- r_p è il premio per il rischio sistematico riconosciuto dal mercato;
- α rappresenta il premio per il rischio aggiuntivo di liquidità e per la mancata diversificazione del rischio.

Con r_p detto anche ERP, si intende l'Equity Risk Premium (ossia la differenza tra il rendimento

atteso del mercato e il tasso Risk Free). Si precisa che, ai fini della metodologia valutativa, il Cost of Equity è stato calcolato sommando alle stime del K_e , ottenute secondo l'approccio definito dall'OIV, uno spread addizionale a titolo di Size Premium α .

Il tasso Risk Fee è stato posto pari all'IRS (*Interest rate Swap*) a 10 anni estratto da Bloomberg.

L'Equity Risk Premium (ERP) è stato posto pari all'Equity Risk Premium per i mercati azionari stimato dal Prof. Damodaran e aggiornato a gennaio 2018⁵.

Il beta si riferisce al beta re-levered afferente al settore "cavo e satellite" calcolato su un campione di società comparabili con Class CNBC, calcolati attraverso una regressione lineare semplice (OLS) di ciascun titolo sull'indice di mercato di riferimento, su un arco temporale di due anni e utilizzando dati con frequenza settimanale.

La tabella sottostante mostra il campione selezionato:

Ticker	Nome	Paese	Settore	Market cap
CMCSA US Equity	COMCAST CORP-CLASS A	Stati Uniti	Cavo e satellite	173.615.922.345
CABO US equity	Cable One Inc	Stati Uniti	Cavo e satellite	5.337.168.728
CHTR US equity	Charter Communications Inc	Stati Uniti	Cavo e satellite	85.440.824.433
DISH US	DISH US equity	Stati Uniti	Cavo e satellite	15.112.658.530

Fonte: Bloomberg

Al premio per il rischio così calcolato è stato sommato un ulteriore importo a titolo di Size Premium (SP) α che rappresenta, nella sostanza, un premio per l'illiquidità della Società in funzione del suo dimensionamento. Tale Size Premium è stato determinato partendo dalle serie storiche del Size Premium da applicare alle società appartenenti a determinate classi dimensionali secondo i range individuati nel *search paper* di Morningstar.⁶

Il Cost of Debt (K_d), ovvero il costo medio del capitale di debito, è stato determinato in base al costo di indebitamento della Società, ottenuto a seguito di rinegoziazioni dei tassi condotta dalla capogruppo nell'aprile del 2016 – e tuttora, come rappresentato dalla Direzione Aziendale, in vigore tra le parti - sia sull'indebitamento esistente sia per gli eventuali ulteriori fabbisogni finanziari dovessero emergere per le società del gruppo.

Il peso dell'equity (39%) e del debito (61%) è stato ipotizzato in linea con la struttura finanziaria mediana osservata per il campione di società comparabili operanti nel medesimo settore.

Il Wacc, calcolato sulla base delle assunzioni dianzi effettuate in ordine ai parametri della formula valutativa, è risultato pari al 6,6%, come mostrato dalla tabella sottostante:

⁵ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>, section: "current data".

⁶ Ibbotson SBBI 2013 Valuation Yearbook.

Wacc	
Sector	Cavo e satellite
Valuation date	19/04/2019
Risk free rate	0,53%
Beta re-levered	1,09
ERP	9,02%
Size Premium	3,67%
<i>Costo capitale proprio (Ke)</i>	14,0%
Costo del debito	2,5%
Aliquota fiscale	24%
<i>Costo del capitale di debito (Kd)</i>	1,9%
% Equity	39%
% Debt	61%
WACC	6,6%

5.4 Applicazione del Discounted Cash Flows

Di seguito il calcolo effettuato per determinare il valore economico della Società mediante l'attualizzazione dei *cash flows* prospettici.

Stima del valore	2019	2020	2021	2022	TV
<i>Valuta: Euro mila</i>					
Ebitda	670	1.071	1.104	1.197	1.151
Investimenti	(200)	0	0	0	(50)
Variazione CCN	362	335	282	76	0
Imposte	(188)	(300)	(322)	(364)	(343)
Flussi di cassa	645	1.106	1.064	909	758
Wacc	6,6%				
g	0,5%				
Flussi attualizzati	605	973	878	704	586
Flussi di cassa attualizzati	3.159				
Terminal Value	9.644				
Enterprise Value	12.803				
PFN 2018	(998)				
Equity value	11.806				

La Posizione Finanziaria Netta utilizzata ai fini della determinazione dell'Equity Value è determinata come segue:

<i>Valuta: euro</i>	31/12/2018
	Actual
Debiti Finanziari correnti	1.132.075
Debiti Finanziari non correnti	0
Crediti Finanziari	(20.509)
Disponibilità liquide	(113.999)
Posizione finanziaria netta	997.567

Il Terminal Value, che rappresenta il valore attualizzato dei flussi degli anni oltre il periodo di previsione esplicita del piano 2019-2022, è calcolato assumendo che: (i) la variazione di capitale circolante netto sia pari a zero, (ii) gli investimenti futuri tali da poter mantenere un adeguato livello di flussi di cassa ed efficienza tecnologica (cd. *Maintenance capex*) siano pari a Euro 50 mila all'anno (in considerazione dei maggiori investimenti sostenuti nel 2018 e previsti per il 2019), (iii) il tasso di crescita futuro (g) sia pari allo 0,50% e (iv) l'Ebitda sia pari alla media degli ultimi due esercizi di Piano (2021-2022).

Ne consegue che il valore economico di Class CNBC al 31.12.2018 è pari a **Euro 11.806 mila**.

5.4.1 Sensitivity

Allo scopo di consentire un apprezzamento della stima effettuata e rappresentare la sensitività della stessa rispetto a variazioni del tasso di attualizzazione (Wacc) e del tasso di crescita oltre il periodo di previsione esplicita (g) è stata condotta una *sensitivity analysis* di seguito riportata.

Sensitivity dell'Equity Value al variare di Wacc e G

Tasso g		Wacc				
		5,5%	6,0%	6,6%	7,0%	7,5%
0,00%		13.366	12.210	11.032	10.389	9.660
0,25%		13.924	12.670	11.404	10.717	9.940
0,50%		14.539	13.173	11.806	11.069	10.241
0,75%		15.218	13.724	12.242	11.450	10.563
1,00%		15.973	14.330	12.717	11.862	10.911

5.5 Applicazione metodologia valutativa alternativa

Al fine di verificare il valore economico ottenuto, lo scrivente ha ritenuto opportuno applicare, come metodologia alternativa, il metodo dei multipli di mercato.

In tale contesto, si evidenzia che il settore di appartenenza della Società si compone a sua volta di imprese che producono autonomamente i contenuti trasmessi e di imprese che prevalentemente acquistano i diritti di programmi ed eventi trasmessi. Le due principali tipologie di business si differenziano, da un punto di vista bilancistico, per la presenza di maggiori o minori ammortamenti che conseguentemente determinano una non piena comparabilità della marginalità a livello di EBITDA. A tal proposito, lo scrivente ha ritenuto maggiormente affidabile applicare il multiplo riferibile all'EBIT rilevato sui dati fondamentali di transazioni aventi ad oggetto aziende del medesimo settore intervenute fino a marzo 2019 (*fonte: Bloomberg*).

Ai fini dell'applicazione del metodo di controllo, lo scrivente ha preso a riferimento l'*enterprise value* risultante dall'applicazione del metodo DCF e pari a Euro 12.803 mila.

Ai fini dell'applicazione del metodo dei multipli lo scrivente ha preso a riferimento l'EBIT conseguito dalla Società nell'esercizio 2018 pari a Euro che, si ricorda, rappresenta il primo anno successivo al *turnaround* posto in essere per ristabilire un equilibrio economico.

Valuta: Euro mila	
Enterprise Value	12.803
EBIT 2018	590
Multiplo calcolato	21,7
Multiplo di mercato	22,3
<i>Delta multipli</i>	-3%

La determinazione del multiplo (EV/EBIT) mediante l'utilizzo dell'*enterprise value* della Società – derivante dall'applicazione del metodo DCF – e dell'EBIT 2018, si attesterebbe sul 21,7x a fronte di un multiplo di mercato rilevato dalle più recenti transazioni di settore di 22,3x.

Lo scrivente, in considerazione delle alte varianze nei parametri che caratterizzano le imprese operanti nel settore, ritiene che lo scostamento rilevato rispetto al multiplo di mercato (e pari al 3% circa) non sia da considerare significativo. Di talché le conclusioni cui si è giunti si ritengono confermate dall'applicazione del metodo dei multipli riscontrabili sul mercato di riferimento.

6. Conclusioni

Si precisa che sulla base di quanto comunicato dal Committente, dalla data di riferimento delle informazioni utilizzate a quella di redazione della presente stima, non sono intervenute variazioni nei valori attribuiti alle poste patrimoniali tali da modificare le conclusioni illustrate.

Sulla scorta dei valori esposti nei precedenti paragrafi, tenuto conto delle ipotesi, delle limitazioni e del procedimento valutativo illustrati nella presente relazione, lo scrivente ha stimato il valore corrente di Class CNBC S.p.A. pari ad **Euro 11.8 milioni**.

Roma, 23 aprile 2019

In fede

Luca Pieri

ALLEGATI

- A) Progetto di bilancio al 31.12.2018;
- B) Piano industriale elaborato dalla Società per il periodo 2019-2022 approvato il 15.04.2019.