

MARMORA S.R.L.

Perizia di stima ai sensi dell'art. 2343-ter,
comma 2, lettera b) del Codice civile
della partecipazione nella società Campus S.r.l.
detenuta da Marmora S.r.l.

Determinazione del valore economico
della Società alla data 31 maggio 2024

INDICE

1.	Disclaimer	3
2.	Premessa	3
3.	Finalità della stima	6
4.	Documentazione utilizzata	6
5.	Limiti della valutazione	7
6.	Campus Editori S.r.l.	7
7.	Bilancio consuntivo 2023	8
a.	Conto Economico.....	8
b.	Stato Patrimoniale	10
8.	Assumptions economico – finanziarie alla base del Piano Industriale 2024 – 2027	12
a.	<i>Assumptions</i> di Conto Economico.....	12
b.	<i>Assumptions</i> di Cash Flow	14
9.	Scelta del metodo di valutazione	14
a.	Metodo di valutazione prescelto	15
b.	Il metodo finanziario (Discounted Cash Flow).....	15
i)	<i>Orizzonte temporale della valutazione</i>	16
ii)	<i>Definizione dei cash flow per la valutazione</i>	17
iii)	<i>Calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC)</i>	17
iv)	<i>Definizione del valore residuo o valore finale</i>	21
10.	Applicazione del metodo di valutazione individuato	21
11.	Conclusioni	22
12.	Allegati	23
A.	<i>Management Letter</i> della Società datata 31 maggio 2024	23
B.	Piano Industriale 2024 – 2027	29

1. Disclaimer

Qualunque soggetto che non sia espressamente indicato tra i destinatari del presente documento (“Documento”) o che non abbia concordato per iscritto con il Dott. Bruno Piperno, le condizioni e le modalità di utilizzo dello stesso e/o delle informazioni in esso contenute (di seguito definito come il “Soggetto Non Autorizzato”) non è autorizzato ad accedere a e/o leggere e/o utilizzare in qualunque modo, in tutto e/o in parte, il presente Documento.

Qualsivoglia Soggetto Non Autorizzato, entrato comunque in possesso del Documento, leggendo le informazioni in esso contenute, prende sin da ora atto e riconosce espressamente quanto segue:

- l’incarico svolto dal Dottor Bruno Piperno è stato eseguito in conformità alle informazioni ottenute dal destinatario dello stesso (Marmora S.r.l.), nel suo solo interesse e perché venga dallo stesso esclusivamente utilizzato o reso disponibile al Consiglio di amministrazione e Dirigenti con Funzioni Strategiche di Class Editori S.p.A.;
- il Documento è stato predisposto sulla base delle indicazioni raccolte presso il suo destinatario e, pertanto, può non comprendere e/o non essere stato eseguito secondo tutte le procedure ritenute necessarie per gli scopi del Soggetto Non Autorizzato;
- l’accesso, la lettura, il possesso e/o l’utilizzo in qualunque modo, in tutto e/o in parte, del Documento da parte del Soggetto Non Autorizzato non determina l’instaurazione di qualsivoglia rapporto di natura contrattuale con lo scrivente né comporta il consenso di quest’ultimo a che il Documento venga menzionato o citato, in tutto o in parte, in qualsiasi documento di qualsivoglia natura, pubblica o privata, o che il suo contenuto venga divulgato, attività vietate senza il preventivo consenso scritto dello scrivente.

Il Dott. Bruno Piperno non assume alcuna responsabilità nei confronti del Soggetto Non Autorizzato con riferimento al Documento e/o alle informazioni in esso contenute e non sarà, pertanto, responsabile di qualunque perdita, danno o spesa di qualsivoglia natura, derivante dall’utilizzo del Documento e/o delle informazioni in esso contenute da parte del Soggetto Non Autorizzato, o che è, comunque, conseguenza dell’accesso al Documento.

2. Premessa

Ai sensi dell’articolo 2343 ter del Codice civile, Marmora S.r.l. (di seguito “Marmora”, la “Società”) ha espresso l’esigenza di disporre di una perizia per la determinazione del valore economico alla data del 31 maggio 2024 di Campus Editori S.r.l. (“Campus”), società di cui Marmora detiene il 28,42 % del capitale sociale, con lo svolgimento in particolare delle seguenti attività:

- analisi dei dati economico-finanziari della Società;
- ricognizione delle principali assunzioni del Piano Industriale formulato dal management della Società e il conseguente sviluppo economico, finanziario e patrimoniale;
- determinazione del valore economico della Società.

La valutazione della Società è finalizzata a determinare il valore della partecipazione di Marmora in Campus ai fini del conferimento della partecipazione stessa in Class Editori S.p.A., società facente parte del Gruppo Class Editori, mediante un Aumento di Capitale riservato.

In particolare, in data 23 maggio 2024, il Dott. 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 l'incarico da parte di Marmora S.r.l., quotista di Campus Editori S.r.l., di effettuare la perizia di stima relativa alla società Campus Editori S.r.l. ai sensi dell'art. 2343 ter c.c. La perizia fa riferimento alla data del 31 maggio 2024.

Marmora S.r.l. è ad oggi azionista di Class Editori S.p.A. ("Class Editori") e quotista di Campus Editori S.r.l. ("Campus"): di conseguenza, tutta la documentazione utilizzata dal Dott. Bruno Piperno ai fini della valutazione della Società è stata fornita dal management della società Marmora S.r.l. o direttamente dalle suddette Società.

La presente perizia costituisce il risultato dell'assolvimento dell'incarico ricevuto dal Dott. Bruno Piperno in piena e assoluta indipendenza rispetto a qualsivoglia soggetto direttamente o indirettamente interessato alla (o coinvolto nella) valutazione del ramo d'azienda di seguito presentato.

Ai sensi dell'articolo 2343 ter del Codice civile, il Dott. Bruno Piperno dichiara che non sussistono conflitti di interesse o legami finanziari o personali rilevanti con Marmora, Class Editori o Campus che possano influenzare la propria indipendenza professionale nello svolgimento dell'incarico.

Inoltre, il Dott. Bruno Piperno attesta:

- di possedere i requisiti di indipendenza e professionalità per lo svolgimento del presente incarico;
- di non avere svolto alcun incarico di consulenza né per la società Marmora S.r.l. né per la società Campus Editori S.r.l. nel triennio precedente;
- di aver svolto nel periodo 2018-2019 incarichi per la società Class Editori S.p.A. finalizzati alla valutazione di società del Gruppo Class Editori per un valore inferiore ad € 30.000;
- di essere indipendente nei confronti della società Marmora s.r.l., della società Campus S.r.l. e Class Editori S.p.A. e nei confronti dei soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo su tali società;
- di non avere alcun interesse nella stima che propone di eseguire, né di avere comunque situazioni di conflitto che possano mettere in dubbio il proprio grado di indipendenza e di obiettività in relazione alla stima stessa.

La presente attestazione è rilasciata in conformità dell'articolo 2343 ter del Codice civile.

Le attività svolte sono state suddivise in:

1. Analisi del Piano Industriale:

- 1.1. Acquisizione dei dati e delle informazioni relative agli aspetti quantitativi e qualitativi della Campus S.r.l.;
- 1.2. Acquisizione di tutte le principali ipotesi sottostanti alla stima dei costi e dei ricavi preventivamente stimati dalla Campus S.r.l.;
- 1.3. Ricognizione delle ipotesi effettuate ed eventuale richiesta di chiarimenti / integrazioni a quanto ricevuto;
- 1.4. Rilevazione della posizione finanziaria netta alla data del 31 dicembre 2024;
- 1.5. Verifica della correttezza formale del Business Plan previsionale (Conto Economico, Stato Patrimoniale e Cash Flow) sulla scorta delle informazioni acquisite.

2. Valutazione della Società:

- 2.1. Determinazione dei flussi di cassa prospettici da utilizzare ai fini della valutazione della Società;
- 2.2. Calcolo del WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), tasso utilizzato per l'attualizzazione dei flussi prospettici alla data di valutazione;
- 2.3. Determinazione del Terminal Value al termine dell'orizzonte temporale considerato nella predisposizione del Piano Industriale;
- 2.4. Determinazione dell'Enterprise Value;
- 2.5. Determinazione dell'Equity Value;
- 2.6. Condivisione dei risultati ed eventuale revisione.

La predisposizione di una perizia di stima prescinde dall'individuazione delle finalità che tale valutazione deve perseguire. L'Esperto è quindi chiamato a scegliere la metodologia di valutazione più consona a consentire di raggiungere lo scopo della valutazione e che si adatti meglio alla realtà specifica del bene azienda oggetto della valutazione.

A tal riguardo, si segnala che la perizia di stima è volta a tutelare opposti interessi, tra cui:

- l'interesse dei creditori della società conferitaria e dei terzi ad "evitare un annacquamento del capitale sociale con conseguente occulta restrizione delle garanzie sulle quali possono fare affidamento i terzi";
- l'interesse degli altri soci della società conferitaria a che sia garantito nella valutazione un equilibrio negoziale fra il valore del conferimento e il valore delle nuove azioni emesse a servizio del conferimento;
- l'interesse del conferente di non subire un ingiustificato deprezzamento di quanto egli conferisce e conseguentemente del valore della sua partecipazione nella conferitaria.

L'Esperto estimatore, pertanto, *"non potrà trascurare che la valutazione del conferimento dovrà soddisfare interessi tra loro divergenti (...). In questa fase risulta quindi essenziale tendere ad individuare un valore "obiettivo" che prescinda dalla considerazione degli interessi in causa"*.

Nel caso previsto dall' articolo 2343 ter c.c., si tratta di pervenire ad una valutazione quanto più possibile: **astratta** (o stand-alone), nel senso che prescinda da interessi particolari; **razionale**, nel senso che vi si pervenga attraverso uno schema logico, chiaro e condivisibile; **obiettiva**, nel senso che sia dimostrabile; **stabile**, nel senso che non dipenda da elementi rapidamente mutevoli.

In pratica, l'Esperto estimatore nella scelta metodologica:

- deve privilegiare i criteri che conducano a risultati quanto più possibile oggettivi nell'ottica della continuità dell'esercizio dell'impresa;
- non deve fondarsi su criteri che determinino il valore dell'azienda meramente in funzione di scelte soggettive degli "organi" della società conferente o della società conferitaria;
- deve, in ogni caso, tenere conto della funzione di garanzia connessa alla valutazione ex artt. 2343 c.c.

Ad ogni modo, nella scelta dei metodi di valutazione, nella definizione dei processi di calcolo e nell'assunzione delle singole grandezze (dati, tassi, fattori di rischio e quant'altro) l'esperto deve avere un approccio orientato al perseguimento dell'oggettività del giudizio, nel rispetto di una imprescindibile prudenza valutativa.

3. Finalità della stima

Come specificato in precedenza, la finalità della perizia è quella di determinare il valore del capitale economico, ai sensi dell'articolo 2343 ter del Codice civile, alla data del 31 maggio 2024 della società Campus Editori S.r.l. ai fini del conferimento della partecipazione detenuta da Marmora (28,42 %) in Class Editori S.p.A., società facente parte del Gruppo Class Editori, mediante un Aumento di Capitale riservato.

Analogamente a quanto avviene per i conferimenti in genere, anche il conferimento di beni in natura (nella fattispecie, partecipazioni) può avvenire sia in sede di costituzione di una nuova società, sia in sede di aumento del capitale sociale di una società già esistente.

In entrambi i casi, il soggetto conferente riceve azioni o quote della società conferitaria in cambio del bene conferito.

L'esecuzione di un conferimento in natura in una società di capitali richiede la presentazione di una relazione di stima per l'attestazione del valore conferito, redatta da un soggetto terzo rispetto alle parti coinvolte.

L'art. 2343 c.c. dispone infatti che "*chi conferisce beni in natura o crediti deve presentare la relazione giurata di un esperto [...], contenente la descrizione dei beni o dei crediti conferiti, l'attestazione che il loro valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti. La relazione deve essere allegata all'atto costitutivo.*"

La presente relazione è redatta in ossequio al dispositivo di cui al comma 2, lettera b) dell'art. 2343 ter del Codice civile. I primi due commi dell'articolo in esame così recitano:

"(1) Nel caso di conferimento di valori mobiliari ovvero di strumenti del mercato monetario non è richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, se il valore ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo è pari o inferiore al prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati nei sei mesi precedenti il conferimento.

(2) Fuori dai casi in cui è applicabile il primo comma, non è altresì richiesta la relazione di cui all'articolo 2343, primo comma, qualora il valore attribuito, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, ai beni in natura o crediti conferiti sia pari o inferiore:

- a) al fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello nel quale è effettuato il conferimento a condizione che il bilancio sia sottoposto a revisione legale e la relazione del revisore non esprima rilievi in ordine alla valutazione dei beni oggetto del conferimento, ovvero;*
- b) al valore risultante da una valutazione riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto 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, dotato di adeguata e comprovata professionalità."*

4. Documentazione utilizzata

Nel redigere la valutazione sono stati utilizzati i seguenti documenti forniti dal management di Marmora o da Campus o Class Editori:

1. Visura CCIAA di Campus Editori S.r.l. datata 21 maggio 2024;

-
2. Visura CCIAA di Marmora S.r.l. datata 22 maggio 2024;
 3. Business Plan 2024 – 2027 di Campus Editori S.r.l.
 4. Bilancio consuntivo di Campus S.r.l. al 31.12.2022 e al 31.12.2023;
 5. Posizione Finanziaria Netta di Campus al 31.12.2023 e al 31.03.2024;
 6. Impairment Test della partecipazione detenuta da Class Editore al 31.12.2023.;
 7. *Management Letter* della Società datata 31 maggio 2024.

5. Limiti della valutazione

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

- i dati e le informazioni su cui si basa la valutazione sono stati forniti al Dott. Bruno Piperno dal management di Campus, Marmora o Class Editori;
- le prospettive relative allo sviluppo economico della società oggetto di valutazione, indicate dalla Società stessa, sono state da noi verificate solo in termini di coerenza complessiva: il Dott. Bruno Piperno non fornisce alcuna garanzia circa la effettiva realizzabilità del progetto né circa il conseguimento degli obiettivi economici e finanziari indicati nel Business Plan dell’iniziativa.
- la valutazione è svolta alla luce di elementi ragionevolmente prevedibili e non tiene quindi conto del verificarsi di fattori straordinari o non ricorrenti.

6. Campus Editori S.r.l.

Campus Editori S.r.l., con sede legale in Via Marco Burigozzo, 5, Milano (MI), Partita IVA e Codice Fiscale 09406120155 e iscritta al Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi, numero REA MI – 1288230, è stata costituita nel 1988 e dalla sua fondazione rappresenta la principale piattaforma italiana per la scuola, un sistema integrato di strumenti e servizi fisici e digitali per l’orientamento, l’*Education* e il link col mondo del lavoro.

Campus s.r.l. ha per oggetto, tra le altre:

- l’organizzazione, la realizzazione e la gestione di esposizioni, mostre e convegni di informazione ed orientamento per l’indirizzo didattico e le attività complementari degli studenti;
- l’ideazione, l’organizzazione e la gestione di eventi.

Il socio di maggioranza della Società Campus s.r.l. è Class Editori S.p.A., capogruppo del Gruppo Class Editori, casa editrice italiana leader nell’informazione finanziaria, del *lifestyle* e del *luxury goods*. Fondato nel 1986 da Paolo Panerai, il Gruppo Class si è sviluppato negli anni sfruttando le possibilità offerte dalla tecnologia, fino a diventare un gruppo multimediale che diffonde informazioni attraverso tutti i mezzi di comunicazione.

Ad oggi, l’assetto societario di Campus Editori S.r.l. è così configurato:

Soci	Quota %	Capitale Sociale
Class Editori S.p.A.	70,60 %	€ 7.060,00
Marmora S.r.l.	28,42 %	€ 2.842,00
CFN Generale Fiduciaria S.p.A.	0,98 %	€ 98,00
Totale	100 %	€ 10.000,00

Dalla sua costituzione Campus s.r.l. si è configurata come la principale piattaforma italiana per la scuola, organizzando nei suoi 30 anni di attività 223 eventi in presenza in 28 diverse città italiane, coinvolgendo negli anni un totale di oltre 8 milioni di studenti ed entrando in contatto diretto con 9.068 scuole secondarie superiori.

Tipologia di istituto	Numero
Istituti tecnici	3.291
Altri Licei	1.284
Licei Scientifici	1.249
Scuole Professionali	811
Licei Linguistici	705
Licei Classici	624
Licei delle Scienze Umane	612
Varie	492
TOTALE	9.068

L'attività principale organizzata da Campus è il Salone dello Studente, ovvero un sistema di eventi e servizi per il mondo giovanile attivo nel settore dell'orientamento e delle scelte post maturità. I Saloni si tengono in presenza su tutto il territorio nazionale, con varie tappe distribuite su tutta la penisola; e in digitale sulla piattaforma www.salonedellostudente.it.

All'interno del Salone dello Studente si trattano molteplici tematiche, come competenze trasversali e orientamento alla scelta, ambiente e inclusione. L'obiettivo principale è quello di accompagnare i giovani verso il proprio futuro e guidarli verso una scelta ponderata.

Con 17 eventi in Italia e 2 internazionali organizzati in presenza e streaming nell'arco dell'anno, il Salone dello Studente accoglie circa 300.000 visitatori in tutta Italia e oltre 878 offerte formative.

Altri 100.000 studenti e professori partecipano ai 22 eventi digitali organizzati da Campus sui Sentieri delle Professioni e Strumenti per l'orientamento.

7. Bilancio consuntivo 2023

L'esercizio chiuso al 31 dicembre 2023 ha messo in evidenza i risultati positivi ottenuti dalla Società nel corso del periodo. In particolare, si registra una significativa redditività della performance operativa caratteristica che ha permesso il miglioramento della marginalità operativa.

La Società ci ha comunicato che alla data del 31 maggio 2024 non sono intervenute significative variazioni rispetto ai dati del 31 dicembre 2023 e, pertanto, e, pertanto, le passività al 31 maggio 2024 possono essere considerate sostanzialmente equivalenti a quelle rappresentate al 31 dicembre 2023.

a. Conto Economico

Di seguito si presenta lo schema di Conto Economico riclassificato per l'esercizio 2023 e, per un confronto, il Conto Economico riclassificato 2022.

Campus Editori S.r.l.

Conto economico	2022	2023
(EUR/'000)	Consuntivo	Consuntivo
Ricavi Diffusionali	-	-
Ricavi Pubblicitari	97	321
Ricavi News&Data	-	-
Ricavi Partecipazione	2.221	3.016
Altri Ricavi	290	46
Ricavi Intercompany	55	55
Totale Ricavi	2.663	3.438
Costi per acquisti	-	-
Costi per servizi	(1.647)	(2.522)
Costi per il personale	(331)	(361)
Altri costi operativi	(218)	(125)
Totale Costi Operativi	(2.196)	(3.008)
EBITDA	467	431
<i>EBITDA margin</i>	<i>17,5%</i>	<i>12,5%</i>
Ammortamenti e svalutazioni	(94)	(30)
di cui ammortamenti materiali	(17)	(13)
di cui ammortamenti immateriali	(12)	(11)
di cui svalutazioni	(66)	(5)
Proventi/(oneri) non ordinari	-	-
EBIT	373	401
<i>EBIT margin</i>	<i>14,0%</i>	<i>11,7%</i>
Proventi/(oneri) finanziari netti	(20)	8
EBT	353	409
<i>EBT margin</i>	<i>13,2%</i>	<i>11,9%</i>
Imposte e Tasse	(150)	(131)
Utile Netto relativo a terzi	-	-
UTILE NETTO	202	278

Ricavi

La crescita dei ricavi (+ 29,1%) nel corso del 2023 è principalmente riconducibile ai ricavi relativi all'organizzazione delle tappe del Salone dello Studente per le quali nel corso del 2022 erano riprese le attività in presenza, interrotte durante il periodo caratterizzato dalla pandemia di Covid-19.

Inoltre, nel corso del 2023 sono state aggiunte nuove date che hanno contribuito all'aumento dei ricavi e della marginalità di cui sopra.

La diminuzione degli altri ricavi si deve all'incidenza delle sopravvenienze attive legate ad una manovra con il ceto bancario che, nel corso del 2022, ha determinato uno stralcio di passività per la società pari a circa € 234.000.

Costi

L'aumento dei costi per servizi si deve alla ripresa dello svolgimento dei Saloni dello Studente in presenza e al maggior numero di eventi organizzati nel corso del 2023.

L'incremento del costo del personale è dovuto, principalmente, all'aumento della forza lavoro della società: a tale proposito, si osserva che nel corso del 2023 il numero delle risorse è aumentato di un elemento rispetto al precedente esercizio.

La diminuzione degli altri costi operativi è dovuta al minor importo delle sopravvenienze passive nel corso dell'esercizio (€ 53k nel 2023 vs € 209k nel 2022).

L'EBITDA della Società si registra in leggero calo rispetto all'esercizio precedente (- 36 k€ in valori assoluti, ovvero - 7,7 %), mentre l'EBIT e il Risultato Netto sono migliori rispetto a quelli dell'esercizio precedente (rispettivamente + 28 k€ e + 76 k€).

Si sottolinea che la società aderisce al regime di consolidato fiscale nazionale della capogruppo Class Editori S.p.A., pertanto il debito/credito IRES viene ceduto alla capogruppo.

b. Stato Patrimoniale

Si riporta lo schema di Stato Patrimoniale al 31 dicembre 2023 e, per un confronto, quello al 31 dicembre 2022.

Campus Editori S.r.l.		
Stato Patrimoniale	31/12/22	31/12/23
(EUR/'000)	Consuntivo	Consuntivo
Immobilizzazioni Immateriali	30	19
Immobilizzazioni Materiali	26	13
Partecipazioni	-	-
Totale attività non correnti	56	32
Rimanenze	-	-
Crediti Commerciali	1.518	1.640
Altri Crediti	54	6
Debiti commerciali	(880)	(1.412)
Crediti per Imposte anticipate	18	16
Crediti tributari	106	104
Debiti tributari	(247)	(260)
Altri debiti	(604)	(462)
Capitale circolante netto	(35)	(369)
Totale fondi	(230)	(245)
Capitale investito netto	(209)	(582)
Capitale sociale	10	10
Riserve	308	503
Soci c/versamenti	-	-
Utili (perdita) a nuovo	72	72
Utili (perdita) del periodo	202	278
Totale patrimonio netto	593	864
Debiti finanziari non correnti	-	3.255
Debiti finanziari correnti	0	82
Crediti Finanziari	(451)	(2.094)
Scoperto Cassa/(Disponibilità liquide)	(351)	(2.689)
Posizione finanziaria netta	(802)	(1.446)
Totale fonti	(209)	(582)

Crediti commerciali

La tabella che segue mostra la composizione dei crediti commerciali al 31 dicembre 2023 e al 31 dicembre 2022.

Crediti commerciali	31.12.2022	31.12.2023	Delta
Crediti verso clienti	1.116.630	1.618.319	501.689
<i>Clienti ordinari</i>	813.694	919.994	106.300
<i>Fatture da emettere</i>	210.083	294.755	84.672
<i>Crediti infragruppo</i>	105.686	421.110	315.424
<i>F.do svalutaz. crediti tassato</i>	(5.000)	(5.000)	-
<i>F.do svalutaz. crediti art. 106 Tuir</i>	(7.833)	(12.539)	(4.706)
Crediti verso controllanti	400.967	21.708	(379.259)
Totale	1.517.597	1.640.027	122.430

Si segnala l'incremento dei crediti infragruppo nel corso dell'esercizio (+ € 315.424), a cui corrisponde una diminuzione dei crediti verso controllanti (- € 379.259).

Nel complesso, nel corso dell'esercizio i crediti commerciali si sono incrementati di circa € 120.000.

Debiti commerciali

Di seguito si illustra la composizione dei debiti commerciali al 31 dicembre 2023 e al 31 dicembre 2022.

Debiti commerciali	31.12.2022	31.12.2023	Delta
Fornitori e collaboratori	432.039	415.520	(16.519)
Fatture e note da ricevere	24.683	218.021	193.338
Debiti infragruppo	422.780	752.672	329.892
Debiti verso controllante	170	26.000	25.830
Totale	879.672	1.412.213	532.541

L'incremento dei debiti commerciali (+ € 523.541 rispetto all'esercizio precedente) è dovuto per la maggior parte all'aumento dei debiti infragruppo (+ € 329.892 vs 2022).

I debiti verso controllante si riferiscono a fatture da ricevere dalla controllante Class Editori S.p.A.

Altri debiti

La diminuzione degli altri debiti rispetto all'esercizio 2022 è dovuta al venir meno di debiti verso la controllante per consolidato fiscale, al 31 dicembre 2022 pari ad € 145.669.

All'interno di tale voce è compresa anche la quota a lungo termine dei debiti per ritenute rateizzati con scadenza fino a novembre 2028 e la quota a lungo termine dei debiti per contributi previdenziali rateizzati con scadenza fino ad aprile 2025. Al 31 dicembre 2023 l'importo complessivo di queste due voci era pari ad € 105.389 (vs € 85.511 al 31 dicembre 2022).

Debiti finanziari non correnti

La società ha sottoscritto nel corso degli ultimi mesi del 2023 un contratto di finanziamento con Banca Progetto per un importo complessivo di 3,5 milioni di euro assistito da Garanzia SACE e con scadenza 2031.

Crediti finanziari

Il saldo al 31 dicembre 2023 si riferisce a crediti finanziari verso la controllante Class Editori per € 1.984.399, in aumento di € 1.619.000 rispetto all'esercizio precedente.

Disponibilità liquide

Le disponibilità liquide della società al 31 dicembre 2023 ammontavano ad € 2.688.741 (+ € 2.338.107 vs 2022). L'incremento rispetto al precedente esercizio è dovuto all'erogazione delle somme relative al finanziamento sottoscritto dalla società con Banca Progetto.

8. Assumptions economico – finanziarie alla base del Piano Industriale 2024 – 2027

Nella presente sezione si presentano le principali *assumptions* economico – finanziarie alla base del Piano Industriale di Campus fornito dal management della Società.

Il Piano Industriale è riportato integralmente fra gli Allegati al presente documento.

a. Assumptions di Conto Economico

Campus Editori S.r.l.				
Conto economico (EUR/'000)	2024 Piano	2025 Piano	2026 Piano	2027 Piano
Ricavi Diffusionali	-	-	-	-
Ricavi Pubblicitari	266	266	266	266
Ricavi News&Data	-	-	-	-
Ricavi Partecipazione	3.735	4.009	4.666	5.047
Altri Ricavi	-	-	-	-
Ricavi Intercompany	70	70	70	70
Totale Ricavi	4.071	4.345	5.002	5.383
	<i>YoY</i>			
	18,4%	6,7%	15,1%	7,6%
Costi per acquisti	-	-	-	-
Costi per servizi	(2.916)	(2.906)	(3.220)	(3.401)
Costi per il personale	(381)	(433)	(475)	(517)
Altri costi operativi	(71)	(71)	(71)	(71)
Totale Costi Operativi	(3.368)	(3.410)	(3.766)	(3.989)
EBITDA	703	935	1.236	1.393
<i>EBITDA margin</i>	17,3%	21,5%	24,7%	25,9%

Ricavi

Il Piano predisposto dal Management della società è caratterizzato da una costante crescita dei ricavi nel periodo (CAGR + 9,4 %) riconducibile principalmente all'aumento dei Ricavi da Partecipazione Eventi (CAGR + 10,8 %), causato dall'incremento del numero di eventi fisici (da 13 nel 2023, ai 15 già programmati e comunicati per il 2024, fino ai 22 previsti per l'ultimo anno di Piano).

A questi si somma il contributo dei saloni digitali e dei saloni "telematici" che saranno ripresi/avviati dal 2024/2025. Quanto sopra viene riepilogato nella seguente tabella:

Ricavi Partecipazione Eventi	2024	2025	2026	2027
Saloni Fisici	15	16	20	22
Ricavo Medio	210	207	189	182
Ricavi Saloni Fisici	3.156	3.309	3.771	4.007
Saloni Digitali	2	2	2	2
Ricavo Medio	40	50	60	70
Ricavi Saloni Digitali	80	100	120	140
Salone Tematico	1	2	3	4
Ricavo Medio	399	250	225	200
Ricavi Saloni Tematici	399	500	675	800
Comune di Cormano	40	40	40	40
Guide	30	30	30	30
Altro	30	30	30	30
Altri Ricavi	100	100	100	100
Totale Ricavi Partecipazione Eventi	3.735	4.009	4.666	5.047

Inoltre, si prevede che i ricavi pubblicitari e i ricavi Intercompany, pari nel 2024 rispettivamente ad € 266.000 ed € 70.000, rimangono costanti per tutti gli anni di Piano.

Costi

L'incremento del numero di eventi fisici, che si svolgeranno negli anni di Piano, determina conseguentemente un aumento dei costi (CAGR + 5,8 %), specialmente i costi per servizi (CAGR + 6,2 %) e i costi per il personale (CAGR + 7,5 %).

Costi per Servizi	2024	2025	2026	2027
Saloni Fisici				
Allestimento	(852)	(893)	(1.018)	(1.082)
Organizzazione Evento	(152)	(159)	(181)	(193)
Location+Extra	(502)	(526)	(599)	(637)
Costi Saloni Fisici (A)	(1.505)	(1.578)	(1.799)	(1.911)
Saloni Digitali				
Costi Saloni Digitali (B)	0	0	0	0
Saloni Tematici				
Costi Saloni Tematici (C)	(339)	(250)	(338)	(400)
Altri costi per servizi				
Consulenze	(102)	(104)	(106)	(108)
Rimborsi	(119)	(121)	(124)	(126)
Scuola	(31)	(31)	(32)	(32)
Adv e Comunicazione	(15)	(16)	(16)	(16)
Hosting	(20)	(21)	(21)	(22)
Altro	(15)	(16)	(16)	(16)
Altri costi per servizi (D)	(303)	(309)	(315)	(321)
Totale costi per servizi (A + B + C + D)	(2.147)	(2.137)	(2.451)	(2.632)
Totale Costo del Personale	(381)	(433)	(475)	(517)

Gli altri costi operativi si sostanziano solo negli emolumenti al CdA della Società Controllate e in imposte e spese societarie.

Altri costi operativi	2024	2025	2026	2027
Emolumenti CdA Controllante	0	0	0	0
Emolumenti CdA Controllate	(70)	(70)	(70)	(70)
Emolumenti Collegio Sindacale	0	0	0	0
Sanzioni	0	0	0	0
Imposte e spese societarie	(1)	(1)	(1)	(1)
Totale Altri costi operativi	(71)	(71)	(71)	(71)

Sulla base di quanto evidenziato, l'EBITDA (Margine operativo lordo) e l'EBIT (Reddito operativo) crescono ad un CAGR rispettivamente 26,5 % e del 26,8 %.

L'aumento degli oneri finanziari nell'arco di Piano è dovuto agli interessi passivi sul finanziamento stipulato nel 2023 con Banca Progetto e con scadenza 2031.

b. *Assumptions* di Cash Flow

Le principali *assumptions* finanziarie formulate dal management della Società prevedono il pagamento delle quote capitali e degli interessi legati al rimborso del finanziamento stipulato con Banca Progetto nel corso del 2023.

Inoltre, si prevede un forte aumento nel 2024 dei crediti finanziari dovuto all'aumento dei crediti finanziari Intercompany per circa € 4.000.000.

Nel 2024 sono previsti investimenti in immobilizzazioni immateriali per circa € 160.000, dovuti principalmente allo sviluppo della piattaforma di gestione e prenotazione degli eventi all'interno del Salone dello Studente.

Sono inoltre presenti in modo ricorrente circa € 50.000 ogni anno per materiali e arredi utilizzati all'interno delle attività dell'azienda sia in sede che presso le *location* dei saloni fisici sul territorio.

9. Scelta del metodo 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 simili 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 attribuito 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 simili.
- 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, invece, sono fondati sull'analisi della consistenza patrimoniale e/o dell'andamento economico-finanziario atteso dell'azienda stessa. I metodi indiretti (o analitici), a loro volta, possono suddividersi in tre macrocategorie:

- 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 più maniere diverse, 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 oltre che dal livello e la tipologia delle informazioni disponibili.

a. Metodo di valutazione prescelto

Ai fini della corretta stima del valore economico della Società, si è ritenuto opportuno optare per il metodo finanziario o "DCF" (Discounted Cash Flow) poiché gli aspetti finanziari sono preponderanti rispetto a quelli economici o patrimoniali.

I flussi finanziari attesi sono ottenuti dal Piano Industriale 2024 – 2027 fornito dalla Società.

b. Il metodo finanziario (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 economico 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 la Discounted Cash Flow Analysis, o metodo dei flussi di cassa. Questo approccio valutativo è finalizzato alla definizione dell'Enterprise Value della Società.

Il valore è dato dalla somma di due componenti:

1. la prima componente è costituita dalla somma del valore attuale dei flussi di cassa futuri 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 (*Terminal Value*), calcolato come rendita perpetua del *Free Cash Flow Unlevered* (FCFF) medio ad un tasso di capitalizzazione WACC-g che tiene conto del tasso di crescita del flusso di cassa normalizzato (g). Nella fattispecie, si è ipotizzato che il tasso di crescita g sia pari all'inflazione *target* della BCE, ovvero 2%. Tale valore finale viene poi attualizzato al tasso WACC.

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

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

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

- Kn = FCFF medio
- w = tasso di attualizzazione, pari al costo medio ponderato del capitale
- g = tasso di crescita del flusso di cassa normalizzato
- CF = FCFF realizzati nel periodo 2024 – 2027
- P = posizione finanziaria netta alla data della valutazione
- n = numero di esercizi considerati
- t = numero dell'esercizio di riferimento

Il metodo finanziario o Discounted Cash Flow, è stato applicato alla valutazione dell'azienda applicando la metodologia descritta nei seguenti paragrafi:

- i) orizzonte temporale della valutazione.
- ii) definizione dei cash flow per la valutazione;
- iii) calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC);
- iv) definizione del valore residuo o valore finale.

- i) Orizzonte temporale della valutazione

L'orizzonte temporale esplicito di valutazione dei flussi presi in esame è di 4 anni, dal 1° giugno 2024 al 31 maggio 2028.

ii) Definizione dei cash flow per la valutazione

I flussi di cassa che abbiamo deciso di utilizzare ai fini della valutazione sono i Free Cash Flow Unlevered (FCFF), ovvero il risultato operativo conseguito al netto delle imposte, delle variazioni di Capitale Circolante netto e degli investimenti (CAPEX) effettuati dalla Società.

Tali flussi sono stati determinati partendo dal Piano Industriale 2024 – 2027 fornito dalla Società. Partendo dall'EBITDA previsionale realizzato ogni anno dalla Società, si è proceduto a sottrarre gli esborsi monetari relativi al pagamento delle imposte d'esercizio, arrivando alla determinazione del NOPAT.

Dal momento che il Piano Industriale della Società copre il periodo 2024 – 2027, l'EBITDA dei primi 5 mesi del 2028 è stato ottenuto ipotizzando che il Conto Economico del 2028 sia identico al 2027. Si è proceduto sottraendo ai NOPAT le variazioni di Capitale Circolante Netto (CCN) e gli investimenti (CAPEX) effettuati ogni anno.

EUR	01.06.2024 - 31.12.2024	01.01.2025 - 31.12.2025	01.01.2026 - 31.12.2026	01.01.2027 - 31.12.2027	01.01.2028 - 31.05.2028
EBITDA	409.917	934.550	1.236.277	1.393.467	580.611
Imposte	- 75.709	- 220.952	- 314.397	- 365.603	- 152.334
NOPAT	334.208	713.598	921.880	1.027.865	428.277
Delta CCN	3.136	56.847	255.112	- 36.289	- 15.120
CAPEX	- 122.500	- 50.000	- 50.000	- 50.000	- 20.833
Free Cash Flow Unlevered (FCFF)	214.844	720.445	1.126.993	941.576	392.323

iii) Calcolo del costo medio ponderato del capitale (WACC)

Il WACC è il rendimento che i soggetti che apportano le risorse (azionisti e obbligazionisti) si attendono in quanto finanziatori dell'azienda. È calcolato in base alla seguente formula:

$$WACC = [KD \times (1 - t) \times D] + (KE \times E)$$

dove:

KE = costo del capitale proprio;

KD = costo del capitale di debito;

t = aliquota d'imposta societaria;

E = Equity aziendale

D = Debito aziendale

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

Mezzi propri e mezzi di terzi

Il *Debt/Equity Ratio* utilizzato è quello calcolato **per il settore "Education"** (Fonte: Damodaran Gen. 2024): si ipotizza che questa struttura finanziaria sia quella che avrà la società nel lungo periodo.

D/E Ratio	
D/E Ratio	29,01 %
Equity	77,52 %
Debt	22,48 %

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 dell'iniziativa in esame tale tasso è stato calcolato al rendimento netto medio di Buoni del Tesoro Poliennali con scadenza a 10 anni. Il rendimento netto di tali titoli emessi nell'asta del 30-31 maggio 2024 è del 3,47% (*Fonte: MEF*).

Partendo da tale rendimento nominale è stato determinato il *risk-free rate* applicando la formula di Fisher, di seguito esposta, ed eliminando quindi l'effetto dell'inflazione a medio termine.

Si specifica che è stato adottato un tasso inflattivo nullo in quanto la Società ci ha comunicato che i flussi alla base del Piano Industriale risultano inflazionati; di conseguenza, per la valutazione si utilizzerà la componente **risk free nominale**.

RISK-FREE RATE	
Rendimento netto BTP 10 anni	3,47%
Risk free rate (nominale)	3,47%

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 (rischio di mercato);
- il profilo di rischio del settore specifico nel quale opera l'azienda oggetto della valutazione, rispetto ad altri settori economici;
- il profilo di rischio specifico della azienda o della iniziativa.

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 4,26% (*Fonte: analisi Damodaran – maggio 2024*).

MARKET RISK PREMIUM	
Mature Market Risk premium	4,26%
Market risk premium	4,26%

Il profilo di "rischio di settore" è pari a 0,51 (*Europe - settore Education, fonte: analisi Damodaran - gennaio 2024*), riportato su base *levered* sulla base del rapporto Debito/Equity precedentemente indicato e di una aliquota fiscale pari al 24,7%: il beta risultante è pari a **0,62**.

BETA	
Beta unlevered di settore	0,51
Tax rate	24,7%
Debt Ratio (D/E)	29,01%
Beta levered	0,62

Come risultante dei parametri sopra descritti è stato determinato, attraverso l'utilizzo del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), il costo dell'equity come somma del *risk free rate* e del *market risk premium* moltiplicato per il Beta levered. Al valore risultante, sono stati sommati due coefficienti di rischio per tener conto delle caratteristiche dell'azienda e della specificità del progetto oggetto di valutazione.

Considerando le ridotte dimensioni dell'azienda rispetto ai comparabile da cui sono stati estratti i tassi utilizzati (aziende quotate o di grandi dimensioni), si è aggiunto un coefficiente "*small size risk*" pari al 3,05% (*fonte: analisi Kroll 2023*).

Per tener conto dei particolari rischi intrinseci in un nuovo progetto (es. start-up o project financing) abbiamo aggiunto un coefficiente "*company specific risk premium*" pari all' 1,5%.

	Rischio aggiuntivo nullo o marginale	Rischio aggiuntivo significativo	Rischio aggiuntivo critico
	Peso: 0	Peso: 0,2	Peso: 0,4
Qualità del management e solidità dei soci		x	
Quadro concorrenziale		x	
Fase di vita aziendale (start up vs. azienda consolidata)	x		
Capacità di penetrazione sulla clientela		x	
Potere contrattuale con fornitori		x	
Quadro autorizzativo/di regolamentazione	x		
Aumento costi materie prime		x	
Rischio di sostituzione del prodotto/servizio (obsolescenza tecnologica)		x	
Rischi ambientali		x	
TOTALE	1,40		
TOTALE ARROTONDATO	1,50		

Questo ultimo coefficiente, che si usa per tenere conto per altri rischi non sistematici non inclusi negli altri fattori del CAPM, nella prassi è compreso tra lo 0% e il 4% ed è calcolato in base al giudizio professionale del valutatore e nello specifico tiene conto di alcuni aspetti:

- Qualità del management e solidità dei soci;
- Quadro concorrenziale;
- Fase di vita aziendale (start up vs azienda consolidata);
- Capacità di penetrazione sulla clientela;
- Potere contrattuale con i fornitori;
- Quadro autorizzativo/ di regolamentazione
- Rischio di aumento costi materie prime;
- Rischio di proseguimento dell'attività;

- Rischio di sostituzione del prodotto/servizio (obsolescenza tecnologica)
- Rischi ambientali.

Il *Company specific risk* è condizionato in maniera significativa dalla fase del ciclo di vita nel quale si trova l'azienda o l'iniziativa oggetto della valutazione. Man mano, infatti, che l'iniziativa passa da uno stadio di studio o progetto iniziale, all'inizio della realizzazione degli investimenti, al loro completamento, all'avvio delle attività operative e, infine, al raggiungimento della fase a regime, la valutazione dei diversi parametri tende naturalmente verso una mitigazione del rischio.

Il costo del capitale proprio risultante è del **10,67%** come da Tabella che segue:

COST OF EQUITY	
Risk free rate	3,47%
Beta	0,62
Market risk premium	4,26%
Small size risk	3,05%
Company specific risk	1,50%
Cost of equity	10,67%

Costo del debito

Il costo del debito utilizzato ai fini del calcolo del WACC è pari al 4,75%, come somma tra il tasso IRS a 10 anni (al 31 maggio 2024) e uno spread di 187 bps. Secondo il report emesso da ABI nel mese di maggio 2024, *“il differenziale (spread) fra il tasso medio sui prestiti e quello medio sulla raccolta a famiglie e società non finanziarie è risultato ad aprile 2024 pari a 187 punti base...”*.

COSTO DEL DEBITO	
IRS 10Y (31-maggio-2024)	2,88%
Spread	1,87%
Costo del debito	4,75%

L'aliquota fiscale sui redditi di impresa (IRES) utilizzata ai fini del calcolo del tasso è pari al 24%.

Sulla base di questi dati si è proceduto a calcolare il WACC - costo medio ponderato del capitale: come evidenzia la Tabella che segue, risulta pari al **9,08%**:

WACC	
Cost of Equity	10,67%
Cost of Debt	4,75%
% su totale del capitale proprio	77,52%
% su totale del capitale di terzi	22,48%
Aliquota fiscale	24,00%
WACC	9,08%

iv) Definizione del valore residuo o valore finale

Nel metodo di valutazione finanziario assume una notevole rilevanza il calcolo del valore finale o Terminal Value dell'azienda 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 valore "finale" del ramo d'azienda è stato in questo caso calcolato come rendita perpetua del flusso di cassa operativo prodotto dalla Società in 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 dei flussi di cassa operativi normalizzati (g).

Nell'ambito del metodo finanziario nella modalità del DCF, tale valore finale è stato poi attualizzato al WACC per riportarlo alla data di valutazione.

Il valore terminale del ramo d'azienda nell'anno 2028 è stato quindi stimato come rendita perpetua del FCFF medio ponderato degli ultimi anni di Piano (2025 – 2028), ipotizzando che il tasso di capitalizzazione sia pari al 7,08%, determinato dalla differenza fra il WACC utilizzato per l'attualizzazione dei flussi di cassa determinati sopra (9,08%) e un tasso di crescita g, ipotizzato pari al 2,00%, ovvero pari all'inflazione *target* della BCE. Nella tabella che segue si rappresenta il calcolo del TV 2028 applicando il metodo della rendita perpetua.

Calcolo Terminal Value 2028 (rendita perpetua)	
EBITDA medio ponderato 2025 - 2028	1.114.014
Imposte medie ponderate 2025 - 2028	- 282.270
NOPAT 2025 - 2028 medio ponderato	831.744
Delta CCN 2025 - 2028 medio ponderato	78.840
CAPEX 2025 - 2028 medie ponderate	- 46.443
FCFF 2025 - 2028 medio ponderato	864.141
WACC	9,08%
g	2,00%
(WACC - g)	7,08%
TV 2028 (rendita perpetua)	12.198.106

10. Applicazione del metodo di valutazione individuato

La tabella di seguito evidenzia il calcolo dell'Enterprise Value della società, ottenuto attualizzando i flussi di cassa prospettici e il valore terminale, calcolato applicando il metodo della rendita perpetua, al tasso del WACC.

Periodo	0,58	1,58	2,58	3,58	4,00
EUR	01.06.2024 - 31.12.2024	01.01.2025 - 31.12.2025	01.01.2026 - 31.12.2026	01.01.2027 - 31.12.2027	01.01.2028 - 31.05.2028
Free Cash Flow Unlevered (FCFF)	214.844	720.445	1.126.993	941.576	392.323
WACC	9,08%				
FCFF attualizzato	204.219	627.786	900.263	689.512	277.074
FCFF 2024 - 2028 attualizzati	2.698.854				
Terminal Value 2028 (rendita perpetua)	12.198.106				
Terminal Value 2028 attualizzato	8.932.619				
Enterprise Value al 31.05.2024	11.631.472				

Si arriva alla definizione dell'Equity Value sommando algebricamente all'Enterprise Value la PFN al 31 maggio 2024 e sottraendo il Fondo TFR al 31 maggio 2024, come illustrato nella tabella seguente.

Enterprise Value al 31.05.2024	11.631.472
PFN al 31.05.2024	1.553.800
Fondo TFR al 31.05.2024	- 194.809
Equity Value al 31.05.2024	12.990.464
Equity Value al 31.05.2024 arrotondato	13.000.000

11. Conclusioni

Ai sensi e per gli effetti del disposto dell'art. 2343 ter c.c., il sottoscritto estimatore determina il valore del capitale economico del 100 % di Campus Editori S.r.l. alla data del 31 maggio 2024 in misura pari a complessivi € **12.990.464 (euro dodici milioni novecento novanta mila quattrocento sessantaquattro)**.

Sulla base di tali conclusioni, la partecipazione (28,42 %) detenuta da Marmora S.r.l. assume il valore di euro 3.691.889,74 arrotondabile a € **3.690.000 (euro tre milioni seicento novanta mila/00)**.

Ai sensi del suddetto art. 2343 ter c.c., tale perizia ha valore sino a 6 mesi dalla data di riferimento, e quindi fino al 27 novembre 2024.

Roma, 12 giugno 2024



Bruno Piperno
Senior Partner
BUSINESS VALUE

12. Allegati

A. Management Letter della Società datata 31 maggio 2024



RISERVATA

31 maggio 2024

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 relative al Piano Industriale 2024 – 2027 della Società Campus Editori S.r.l. e alla situazione contabile della Società

Egregio Dottor Piperno,
si fornisce di seguito un elenco descrittivo di elementi e informazioni utili alla comprensione del Piano Industriale 2024 – 2027 che alleghiamo alla presente *management letter*. Si descrivono di seguito sinteticamente le *assumptions* sottese alle previsioni di Conto Economico 2024 – 2027.

1. Previsioni economico-finanziarie 2024 – 2027

Le previsioni economico-finanziarie 2024 – 2027 alla base del Piano, elaborate dal *management* in considerazione della prevedibile evoluzione del *business*, sono presentate di seguito.

Campus Editori S.r.l.

Conto economico (EUR/'000)	2023 Consuntivo	2024 Piano	2025 Piano	2026 Piano	2027 Piano
Ricavi Diffusionali	-	-	-	-	-
Ricavi Pubblicitari	321	266	266	266	266
Ricavi News&Data	-	-	-	-	-
Ricavi Partecipazione	3.016	3.735	4.009	4.666	5.047
Altri Ricavi	46	-	-	-	-
Ricavi Intercompany	55	70	70	70	70
Totale Ricavi	3.438	4.071	4.345	5.002	5.383
YoY		18,4%	6,7%	15,1%	7,6%
Costi per acquisti	-	-	-	-	-
Costi per servizi	(2.522)	(2.916)	(2.906)	(3.220)	(3.401)
Costi per il personale	(361)	(381)	(433)	(475)	(517)
Altri costi operativi	(125)	(71)	(71)	(71)	(71)
Totale Costi Operativi	(3.008)	(3.368)	(3.410)	(3.766)	(3.989)
EBITDA	431	703	935	1.236	1.393
EBITDA margin	12,5%	17,3%	21,5%	24,7%	25,9%
Ammortamenti e svalutazioni	(30)	(74)	(68)	(70)	(80)



Milano
Via Marco Burigozzo, 5
20122 Milano
Tel. 02 58219 1
Fax 02 58317376

Roma
Via Santa Maria in Via, 12
00187 Roma
Tel. 06 697608 1
Fax 06 69920374

Londra
1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor
London EC4V – 5BY
Tel. 0044/171/4361356
Fax 0044/171/4361568

New York
30 East 21st Street, Suite 2B
New York, NY 10010
Tel. 001/212/4477900
Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl – Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burigozzo 5 – 20122 Milano
CCIAA di Milano REA n. 1288230 – Cap. Soc. 10.000,00 euro – C.F. e P.IVA 09406120155 – Tel. 0258219.1 – Fax 0258317376
Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori S.p.A. (articolo 2497 bis del Codice Civile)
Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali – Via M. Burigozzo 5 – 20122 Milano – email: dpo@class.it


Campus Editori S.r.l.

Conto economico (EUR/'000)	2023 Consuntivo	2024 Piano	2025 Piano	2026 Piano	2027 Piano
di cui ammortamenti materiali	(13)	(23)	(20)	(30)	(40)
di cui ammortamenti immateriali	(11)	(51)	(48)	(40)	(40)
di cui svalutazioni	(5)	-	-	-	-
Proventi/(oneri) non ordinari	-	-	-	-	-
EBIT	401	629	867	1.166	1.313
<i>EBIT margin</i>	11,7%	15,5%	19,9%	23,3%	24,4%
Proventi/(oneri) finanziari netti	8	(236)	(110)	(70)	(30)
EBT	409	393	757	1.096	1.284
<i>EBT margin</i>	11,9%	9,7%	17,4%	21,9%	23,8%
Imposte e Tasse	(131)	(130)	(221)	(314)	(366)
Utile Netto relativo a terzi	-	-	-	-	-
UTILE NETTO	278	264	536	782	918

1) Ricavi

L'espansione prevista nel periodo deriva principalmente dall'espansione del numero di eventi fisici del Salone dello Studente (da 13 nel 2023, ai 15 già programmati e comunicati per il 2024, fino ai 22 previsti per l'ultimo anno di piano), a cui aggiungere il contributo dei saloni digitali e di saloni "tematici" che saranno ripresi/avviati a partire dal 2024/2025, secondo il dettaglio che segue.

Ricavi Partecipazione Eventi	2024	2025	2026	2027
Saloni Fisici	15	16	20	22
Ricavo Medio	210	207	189	182
Ricavi Saloni Fisici	3.156	3.309	3.771	4.007
Saloni Digitali	2	2	2	2
Ricavo Medio	40	50	60	70
Ricavi Saloni Digitali	80	100	120	140
Salone Tematico	1	2	3	4
Ricavo Medio	399	250	225	200
Ricavi Saloni Tematici	399	500	675	800
Comune di Cormano	40	40	40	40
Guide	30	30	30	30
Altro	30	30	30	30
Altri Ricavi	100	100	100	100
Totale Ricavi Partecipazione Eventi	3.735	4.009	4.666	5.047

2) Costi

Milano

Via Marco Burigozzo, 5
20122 Milano
Tel. 02 58219 1
Fax 02 58317376

Roma

Via Santa Maria in Via, 12
00187 Roma
Tel. 06 697608 1
Fax 06 69920374

Londra

1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor
London EC4V - 5BY
Tel. 0044/171/4361356
Fax 0044/171/4361568

New York

30 East 21st Street, Suite 2B
New York, NY 10010
Tel. 001/212/4477900
Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl - Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burigozzo 5 - 20122 Milano
CCIAA di Milano REA n. 1288230 - Cap. Soc. 10.000,00 euro - C.F. e P.IVA 09406120155 - Tel. 0258219.1 - Fax 0258317376
Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori S.p.A. (articolo 2497 bis del Codice Civile)
Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali - Via M. Burigozzo 5 - 20122 Milano - email: dpo@class.it



L'incremento del numero di eventi fisici che si svolgeranno negli anni di Piano determina conseguentemente un aumento dei costi, specialmente i costi per servizi e i costi per il personale, come di seguito esplicitati.

Costi per Servizi	2024	2025	2026	2027
Saloni Fisici				
Allestimento	(852)	(893)	(1.018)	(1.082)
Organizzazione Evento	(152)	(159)	(181)	(193)
Location+Extra	(502)	(526)	(599)	(637)
Costi Saloni Fisici	(1.505)	(1.578)	(1.799)	(1.911)
Saloni Digitali				
Costi Saloni Digitali	0	0	0	0
Saloni Tematici				
Costi Saloni Tematici	(339)	(250)	(338)	(400)
Altri costi per servizi				
Consulenze	(102)	(104)	(106)	(108)
Rimborsi	(119)	(121)	(124)	(126)
Scuola	(31)	(31)	(32)	(32)
Adv e Comunicazione	(15)	(16)	(16)	(16)
Hosting	(20)	(21)	(21)	(22)
Altro	(15)	(16)	(16)	(16)
Altri costi per servizi	(303)	(309)	(315)	(321)
Totale costi per servizi	(2.147)	(2.137)	(2.451)	(2.632)
Totale Costo del Personale	(381)	(433)	(475)	(517)

Gli altri costi operativi si sostanziano negli emolumenti al CdA della Società Controllate e in imposte e spese societarie.

Altri costi operativi	2024	2025	2026	2027
Emolumenti CdA Controllante	0	0	0	0
Emolumenti CdA Controllate	(70)	(70)	(70)	(70)
Emolumenti Collegio Sindacale	0	0	0	0
Sanzioni	0	0	0	0
Imposte e spese societarie	(1)	(1)	(1)	(1)
Totale Altri costi operativi	(71)	(71)	(71)	(71)

3) Capex

Classeditori

Milano
Via Marco Burigozzo, 5
20122 Milano
Tel. 02 58219 1
Fax 02 58317376

Roma
Via Santa Maria in Via, 12
00187 Roma
Tel. 06 697608 1
Fax 06 69920374

Londra
1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor
London EC4V – 5BY
Tel. 0044/171/4361356
Fax 0044/171/4361568

New York
30 East 21st Street, Suite 2B
New York, NY 10010
Tel. 001/212/4477900
Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl – Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burigozzo 5 – 20122 Milano
CCIAA di Milano REA n. 1288230 – Cap. Soc. 10.000,00 euro – C.F. e P.IVA 09406120155 – Tel. 0258219.1 – Fax 0258317376
Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori S.p.A. (articolo 2497 bis del Codice Civile)
Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali – Via M. Burigozzo 5 – 20122 Milano – email: dpo@class.it



Nel 2024 sono previsti investimenti in immobilizzazioni immateriali per circa € 160.000, dovuti principalmente allo sviluppo della piattaforma di gestione e prenotazione degli eventi all'interno del Salone dello Studente.

Sono inoltre presenti in modo ricorrente circa € 50.000 ogni anno per materiali e arredi utilizzati all'interno delle attività dell'azienda sia in sede che presso le location dei saloni fisici sul territorio.

4) Cash flow prospettico

Con riferimento ai periodi di piano, i flussi finanziari attesi dal management sono i seguenti:

Classeditori

Milano

Via Marco Burigozzo, 5
20122 Milano
Tel. 02 58219 1
Fax 02 58317376

Roma

Via Santa Maria in Via, 12
00187 Roma
Tel. 06 697608 1
Fax 06 69920374

Londra

1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor
London EC4V – 5BY
Tel. 0044/171/4361356
Fax 0044/171/4361568

New York

30 East 21st Street, Suite 2B
New York, NY 10010
Tel. 001/212/4477900
Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl – Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burigozzo 5 – 20122 Milano
CCIAA di Milano REA n. 1288230 – Cap. Soc. 10.000,00 euro – C.F. e P.IVA 09406120155 – Tel. 0258219.1 – Fax 0258317376
Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori S.p.A. (articolo 2497 bis del Codice Civile)
Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali – Via M. Burigozzo 5 – 20122 Milano – email: dpo@class.it

**Campus Editori S.r.l.**

Cash flow (EUR/'000)	2024	2025	2026	2027
	<i>Piano</i>	<i>Piano</i>	<i>Piano</i>	<i>Piano</i>
EBI TDA	703	935	1.236	1.393
Imposte	(130)	(221)	(314)	(366)
Proventi/(oneri) non ordinari	-	-	-	-
Rimanenze	-	-	-	-
Crediti Commerciali	8	52	138	(77)
Altri Crediti	(0)	-	-	-
Debiti commerciali	143	(3)	96	55
Crediti per Imposte anticipate	16	-	-	-
Crediti tributari	(1)	-	-	-
Debiti tributari	41	8	21	(14)
Altri debiti	(201)	-	-	-
Variazioni capitale circolante netto	5	57	255	(36)
Delta fondi	20	23	25	27
Flussi di cassa generati dall'attività operativa	599	793	1.202	1.019
Incrementi immobilizzazioni materiali	(50)	(50)	(50)	(50)
Incrementi nelle immobilizzazioni immateriali	(160)	-	-	-
Incremento immobilizzazioni	(210)	(50)	(50)	(50)
Svalutazioni	-	-	-	-
(Incremento) decremento nelle partecipazioni	-	-	-	-
Flussi di cassa generati dall'attività di investimento	(210)	(50)	(50)	(50)
Flussi di cassa operativi	389	743	1.152	969
Variazione debiti finanziari	(273)	(438)	(438)	(438)
Variazione crediti finanziari	(4.000)	-	-	-
Proventi/(oneri) finanziari netti	(236)	(110)	(70)	(30)
Aumento di capitale	0	-	-	-
Flussi di cassa generati dall'attività di finanziamento	(4.508)	(547)	(508)	(467)
INCREMENTO (DECREMENTO) DELLE DISPONIBILITA' LIQUIDE	(4.119)	196	644	502
DISPONIBILITA' LIQUIDE ALL' INIZIO DELL'ESERCIZIO	2.689	(1.431)	(1.235)	(590)
Free Cash Flow	(4.119)	196	644	502
DISPONIBILITA' LIQUIDE ALLA FINE DELL'ESERCIZIO	(1.431)	(1.235)	(590)	(88)

Con la presente si comunica che, relativamente alla situazione contabile della Società oggetto della valutazione (in allegato), alla data della presente dichiarazione non sono intervenute significative variazioni rispetto ai dati del 31 dicembre 2023 e, pertanto, le passività al 31 maggio 2024 possono essere considerate sostanzialmente equivalenti a quelle rappresentate al 31 dicembre 2023.

Per quanto a nostra conoscenza, Vi confermiamo inoltre, le seguenti attestazioni:

- che non essendo intervenuta alcuna variazione significativa, le passività della Società al 31 maggio 2024 possono essere considerate sostanzialmente equivalenti a quelle rappresentate al 31 dicembre 2023.

Classeditori

Milano

Via Marco Burigozzo, 5
20122 Milano
Tel. 02 58219 1
Fax 02 58317376

Roma

Via Santa Maria in Via, 12
00187 Roma
Tel. 06 697608 1
Fax 06 69920374

Londra

1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor
London EC4V – 5BY
Tel. 0044/171/4361356
Fax 0044/171/4361568

New York

30 East 21st Street, Suite 2B
New York, NY 10010
Tel. 001/212/4477900
Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl – Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burigozzo 5 – 20122 Milano
CCIAA di Milano REA n. 1288230 – Cap. Soc. 10.000,00 euro – C.F. e P.IVA 09406120155 – Tel. 0258219.1 – Fax 0258317376
Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori S.p.A. (articolo 2497 bis del Codice Civile)
Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali – Via M. Burigozzo 5 – 20122 Milano – email: dpo@class.it



- ii) Le situazioni contabili al 31 dicembre 2023 riflettono accuratamente e compiutamente tutte le operazioni che si riferiscono alla Società. Allo stato attuale delle nostre conoscenze, tutte le operazioni poste in essere sono state compiute secondo corretti criteri di gestione, sono legittime, sia sotto l'aspetto formale sia sotto l'aspetto sostanziale, e inerenti all'attività sociale. Tutti i costi e oneri, i ricavi e proventi, gli incassi e gli esborsi, nonché gli impegni sono pienamente rappresentati in contabilità in modo veritiero e corretto e trovano adeguata documentazione di supporto emessa in conformità alla legislazione vigente. Non esistono attività, passività, costi o ricavi non riflessi in bilancio.
- iii) La documentazione messa a Sua disposizione ai fini dell'espletamento del Suo incarico è completa, autentica e attendibile e le informazioni ivi contenute sono corrette ed esatte.
- iv) A nostra conoscenza, non esistono ulteriori accordi, impegni, controdeklarazioni, *side letters*, intese, anche di natura verbale, né ulteriori operazioni o atti di gestione rispetto a quanto Vi è stato comunicato con riferimento alla Società oggetto di valutazione.
- v) Le assunzioni rilevanti da noi utilizzate per effettuare le stime sottostanti ai piani che Vi sono stati consegnati sono ragionevoli. Vi abbiamo fornito tutti gli elementi e le informazioni in nostro possesso utili ai fini delle valutazioni da noi effettuate.
- vi) Le stime delle evoluzioni economiche e finanziarie della Società, come da Piano economico-finanziario che è stato consegnato, rappresentano la nostra miglior stima di tali andamenti. Tutte le informazioni e gli elementi da noi utilizzati al fine delle analisi di tali stime Vi sono stati resi disponibili.
- vii) I Report che Vi sono stati trasmessi sono accurati per quanto riguarda i fatti ivi riportati e contengono tutte le informazioni relative alla portata del lavoro richiesta e non siamo a conoscenza di altri fatti o informazioni che sono stati omessi da tali Report, la cui omissione possa rendere fuorviante il quadro ivi descritto.

Campus Editori S.r.l.

L'Amministratore Delegato

Daniele Lucherini

Classeditori

Milano

Via Marco Burigozzo, 5
20122 Milano
Tel. 02 58219 1
Fax 02 58317376

Roma

Via Santa Maria in Via, 12
00187 Roma
Tel. 06 697608 1
Fax 06 69920374

Londra

1-2 St. Andrew's Hill, 4th Floor
London EC4V – 5BY
Tel. 0044/171/4361356
Fax 0044/171/4361568

New York

30 East 21st Street, Suite 2B
New York, NY 10010
Tel. 001/212/4477900
Fax 001/212/4477750

Campus Editori Srl – Sede legale e Dir. Amministrativa: Via M. Burigozzo 5 – 20122 Milano
CCIAA di Milano REA n. 1288230 – Cap. Soc. 10.000,00 euro – C.F. e P.IVA 09406120155 – Tel. 0258219.1 – Fax 0258317376
Società soggetta alla direzione e coordinamento di Class Editori S.p.A. (articolo 2497 bis del Codice Civile)
Privacy: Responsabile della Protezione dei dati personali – Via M. Burigozzo 5 – 20122 Milano – email: dpo@class.it

B. Piano Industriale 2024 – 2027

Campus Editori S.r.l.

Conto economico (EUR'000)	2024 Piano	2025 Piano	2026 Piano	2027 Piano
Ricavi Diffusionali	-	-	-	-
Ricavi Pubblicitari	266	266	266	266
Ricavi News&Data	-	-	-	-
Ricavi Partecipazione	3.735	4.009	4.666	5.047
Altri Ricavi	-	-	-	-
Ricavi Intercompany	70	70	70	70
Totale Ricavi	4.071	4.345	5.002	5.383
	YoY			
	18,4%	6,7%	15,1%	7,6%
Costi per acquisti	-	-	-	-
Costi per servizi	(2.916)	(2.906)	(3.220)	(3.401)
Costi per il personale	(381)	(433)	(475)	(517)
Altri costi operativi	(71)	(71)	(71)	(71)
Totale Costi Operativi	(3.368)	(3.410)	(3.766)	(3.989)
EBITDA	703	935	1.236	1.393
<i>EBITDA margin</i>	17,3%	21,5%	24,7%	25,9%
Ammortamenti e svalutazioni	(74)	(68)	(70)	(80)
di cui ammortamenti materiali	(23)	(20)	(30)	(40)
di cui ammortamenti immateriali	(51)	(48)	(40)	(40)
di cui svalutazioni	-	-	-	-
Proventi/(oneri) non ordinari	-	-	-	-
EBIT	629	867	1.166	1.313
<i>EBIT margin</i>	15,5%	19,9%	23,3%	24,4%
Proventi/(oneri) finanziari netti	(236)	(110)	(70)	(30)
EBT	393	757	1.096	1.284
<i>EBT margin</i>	9,7%	17,4%	21,9%	23,8%
Imposte e Tasse	(130)	(221)	(314)	(366)
Utile Netto relativo a terzi	-	-	-	-
UTILE NETTO	264	536	782	918

Campus Editori S.r.l.

Stato Patrimoniale (EUR'000)	31/12/24 Piano	31/12/25 Piano	31/12/26 Piano	31/12/27 Piano
Immobilizzazioni Immateriali	128	80	40	0
Immobilizzazioni Materiali	40	70	90	100
Partecipazioni	-	-	-	-
Totale attività non correnti	168	150	130	100
Rimanenze	-	-	-	-
Crediti Commerciali	1.632	1.580	1.442	1.519
Altri Crediti	6	6	6	6
Debiti commerciali	(1.556)	(1.553)	(1.648)	(1.704)
Crediti per Imposte anticipate	-	-	-	-
Crediti tributari	105	105	105	105
Debiti tributari	(301)	(308)	(329)	(315)
Altri debiti	(261)	(261)	(261)	(261)
Capitale circolante netto	(374)	(431)	(686)	(650)
Totale fondi	(265)	(288)	(313)	(341)
Capitale investito netto	(471)	(569)	(869)	(890)
Capitale sociale	10	10	10	10
Riserve	576	854	1.117	1.653
Soci c/versamenti	-	-	-	-
Utili (perdita) a nuovo	278	263	536	782
Utili (perdita) del periodo	263	536	782	918
Totale patrimonio netto	1.127	1.663	2.445	3.363
Debiti finanziari non correnti	2.627	2.190	1.752	-
Debiti finanziari correnti	438	438	438	1.752
Crediti Finanziari	(6.094)	(6.094)	(6.094)	(6.094)
Scoperto Cassa/(Disponibilità liquide)	1.431	1.235	591	89
Posizione finanziaria netta	(1.598)	(2.232)	(3.314)	(4.253)
Totale fonti	(471)	(569)	(869)	(890)

Campus Editori S.r.l.

Cash flow (EUR'000)	2024 Piano	2025 Piano	2026 Piano	2027 Piano
EBITDA	703	935	1.236	1.393
Imposte	(130)	(221)	(314)	(366)
Proventi/(oneri) non ordinari	-	-	-	-
<i>Rimanenze</i>	-	-	-	-
<i>Crediti Commerciali</i>	8	52	138	(77)
<i>Altri Crediti</i>	(0)	-	-	-
<i>Debiti commerciali</i>	143	(3)	96	55
<i>Crediti per Imposte anticipate</i>	16	-	-	-
<i>Crediti tributari</i>	(1)	-	-	-
<i>Debiti tributari</i>	41	8	21	(14)
<i>Altri debiti</i>	(201)	-	-	-
Variazioni capitale circolante netto	5	57	255	(36)
Delta fondi	20	23	25	27
Flussi di cassa generati dall'attività operativa	599	793	1.202	1.019
<i>Incrementi immobilizzazioni materiali</i>	(50)	(50)	(50)	(50)
<i>Incrementi nelle immobilizzazioni immateriali</i>	(160)	-	-	-
Incremento immobilizzazioni	(210)	(50)	(50)	(50)
Svalutazioni	-	-	-	-
(Incremento) decremento nelle partecipazioni	-	-	-	-
Flussi di cassa generati dall'attività di investimento	(210)	(50)	(50)	(50)
Flussi di cassa operativi	389	743	1.152	969
Variazione debiti finanziari	(273)	(438)	(438)	(438)
Variazione crediti finanziari	(4.000)	-	-	-
Proventi/(oneri) finanziari netti	(236)	(110)	(70)	(30)
Aumento di capitale	0	-	-	-
Flussi di cassa generati dall'attività di finanziamento	(4.508)	(547)	(508)	(467)
INCREMENTO (DECREMENTO) DELLE DISPONIBILITA' LIQUIDE	(4.119)	196	644	502
DISPONIBILITA' LIQUIDE ALL' INIZIO DELL'ESERCIZIO	2.689	(1.431)	(1.235)	(590)
Free Cash Flow	(4.119)	196	644	502
DISPONIBILITA' LIQUIDE ALLA FINE DELL'ESERCIZIO	(1.431)	(1.235)	(590)	(88)

Milano Finanza Editori S.p.A.

**Perizia stragiudiziale di stima della società Milano
Finanza Editori S.p.A. ai sensi degli art. 2438 e seguenti
del c.c.**



Modena, 07 giugno 2024

Contenuti del documento

Argomento	Pagina
Oggetto dell'incarico e limitazioni	2
Riservatezza	4
Indipendenza e professionalità	4
Profilo della Società	5
Analisi bilanci consuntivi esercizi 2021-2022-2023	11
Data di riferimento della Perizia e relativi dati contabili	14
Analisi del primo trimestre 2024	21
Metodologie di valutazione	22
Scelta del metodo di valutazione	28
Determinazione del tasso di attualizzazione WACC	29
Business Plan	31
Valutazione della Società	33
Il metodo di controllo – metodo dei multipli	37
Analisi di sensitività e stress test	38
Conclusioni	44



1. Oggetto dell'incarico e limitazioni

Il presente documento (di seguito il "**Documento**") è stato elaborato dal dott. Franco Rabitti quale titolare dello studio Rabitti & Partners. (di seguito "**R&P**"), in forza dell'incarico conferito al dott. Franco Rabitti da Milano Finanza Editori S.p.a. (di seguito "**Società**") in data 28 maggio 2024 per la redazione di una perizia di stima (di seguito "**Perizia**") inerente la valutazione della Società (di seguito "**Valutazione**") al fine di (i) assistere il consiglio di amministrazione della Società nella determinazione del potenziale sovrapprezzo da applicare nell'ambito dell'esecuzione di uno o più aumenti di capitale che la Società ha intenzione di eseguire e che potranno prevedere la conversione di versamenti in conto futuro aumento di capitale già ricevuti, ovvero diverse forme di sottoscrizione come previsto dagli articoli 2438 e seguenti del c.c. (di seguito, complessivamente, "**AUCAP**"), ovvero (ii) essere utilizzata in eventuali futuri conferimenti di quote del capitale sociale della Società nell'ambito di aumenti di capitale deliberati da altre società (di seguito "**Conferimento**", ed unitamente all'AUCAP "**Usi Consentiti**").

La Valutazione deve essere inquadrata, nell'ambito delle operazioni di aumento di capitale con esclusione del diritto d'opzione per le quali è richiesta la quantificazione dell'eventuale sovrapprezzo. Ai fini civilistici gli articoli di riferimento sono quelli che riguardano la materia dei conferimenti (artt. 2342 e seguenti c.c.) e quelli attinenti all'aumento di capitale (artt.2438 e seguenti del c.c.), i quali, interagiscono gli uni con gli altri. Oltre a ciò, la Valutazione è anche funzionale, alla stima dei conferimenti di beni in natura e crediti nell'ambito delle S.r.l. in quanto, la normativa civilistica, di cui all'art. 2465 c.c. p.to 3, rimanda agli art. 2343 secondo comma c.c., e all'art. 2343-bis quarto e quinto comma. Infatti, nel caso in cui, appunto, una società socia della Società decidesse di conferire la totalità o una quota parte della sua partecipazione in un'altra società, avrebbe la possibilità, nel rispetto della normativa civilistica, di utilizzare come valore di riferimento, per la quantificazione del valore della propria partecipazione, la Valutazione.

L'art. 2441, 6 c. del c.c. recita che in sede di aumento di capitale, con esclusione del diritto d'opzione, l'organo amministrativo è tenuto ad informare l'assemblea in merito:

- alle ragioni dell'esclusione o delle limitazioni ovvero qualora l'esclusione derivi da un conferimento in natura, le ragioni di questo;
- i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni, ovvero, il criterio utilizzato per la determinazione del valore economico della società.

Lo scopo, pertanto, della Perizia, tra l'altro, è quello di permettere agli amministratori della Società, in sede di AUCAP, di proporre all'assemblea un prezzo di emissione che tuteli le ragioni economiche dei soci preesistenti. Sarà l'assemblea a sua volta a decidere se recepire oppure disattendere il prezzo proposto, proponendo eventualmente anche un prezzo diverso, purché non superiore a quello risultante dalla Perizia.

Il consiglio Notarile di Milano, motivando la Massima n. XIV – 20 novembre 2001- in merito alla derogabilità delle prescrizioni stabilite per gli aumenti di capitale con esclusione del diritto di opzione, riferisce che "La parte inderogabile dell'aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione è viceversa rappresentato dagli artt. 2343 e 2440 c.c. che impongono la redazione della stima e la necessità che l'aumento di capitale e relativo sovrapprezzo non siano superiori al valore di stima"

Da ciò discende che il risultato a cui giungerà la Perizia, così com'è predisposta, oltre ad essere utilizzata per la quantificazione del sovrapprezzo è atta, a tutti gli effetti, a determinare il valore di un eventuale conferimento posto in essere da qualche società o da qualche socio (persona fisica) costituente la compagine sociale della Società, nell'ambito di aumenti di capitale deliberati da altre società.

Oltre a ciò, nell'elaborazione del documento e nella scelta del metodo di valutazione adottato ci si è posti nelle condizioni di poter permettere al consiglio di amministrazione, di affermare, attraverso il processo logico utilizzato, un parere sulla congruità delle ipotesi assunte in tutte le fasi del processo di stima, in ottemperanza ai loro doveri.

La Valutazione sarà eseguita sulla base delle informazioni e del business plan della Società dalla stessa elaborato (di seguito "**Business Plan**"), nonché sulla base dei dati patrimoniali ed economici della Società al 31/12/2023.

Le informazioni utilizzate da R&P per l'elaborazione della Perizia sono state fornite dal management della Società ovvero dalla controllante Class Editori SpA (di seguito "**Controllante**"), ovvero reperite mediante banche dati a cui ha accesso R&P e, in generale, a informazioni di dominio pubblico.

Più precisamente, nell'elaborazione della Perizia, sono state utilizzate le seguenti informazioni:

- i. Fascicolo di bilancio completo ed approvato della Società relativo all'esercizio 2023 della Società;
- ii. Statuto della Società;
- iii. Fascicoli di bilancio completi ed approvati relativi agli esercizi 2021 e 2022;
- iv. Bilancio di verifica della Società al 31/03/2024;
- v. Visura camerale al 24 gennaio 2024;
- vi. Il Business Plan;
- vii. La relazione sul WACC inerente alla Società, la Controllante e le diverse società del gruppo di cui fanno parte (di seguito "**Gruppo Class**"), elaborata da un professionista esterno (di seguito "**Relazione WACC**").

R&P ha supposto che i dati relativi alla Società e provenienti dalla Società stessa, ovvero dalla Controllante ed i relativi dati contabili della sua contabilità fossero veritieri, completi e corretti, non sono pertanto state svolte analisi da parte di R&P per la verifica di suddette informazioni, compresa l'analisi delle partite relative al capitale circolante, alle poste fiscali, ed alle partite infragruppo, che si considereranno pertanto tutte come corrette e correnti o come diversamente indicate dalla Società. Si precisa pertanto che R&P, non rientrando tale attività nell'oggetto dell'incarico affidatogli, ed in ragione del fatto che in occasione della Manovra Finanziaria (come di seguito definita) il Business Plan è stato oggetto di independent business review ed asseverazione, ed anche in relazione alla presenza della società di revisione tenuta a vigilare sulla correttezza delle elaborazioni svolte in sede di redazione del bilancio annuale, non ha né rivisto né eseguito un'analisi critica del Business Plan e dei flussi di cassa prospettici elaborati dalla Società.



La Perizia è stata redatta esclusivamente per le finalità indicate precedentemente, e non deve essere considerata come una raccomandazione o una sollecitazione, né di R&P, né dei suoi partner, né dei suoi dipendenti e collaboratori, ad eseguire alcun investimento nella Società, nella Controllante o nelle società controllate e collegate o in rami d'azienda da queste detenute.

2. Riservatezza

Ai sensi del D. Lgs. 196/2003 (Privacy), si precisa che è vietato l'utilizzo dei dati e delle informazioni contenute nella Perizia, nonché la loro divulgazione o la comunicazione a persone e/o soggetti diversi da quelli indicati nella copertina della Perizia, ovvero a persone coinvolte ai fini degli Usi Consentiti. Rimane, dunque, esplicitamente inteso che chiunque, al di fuori dei soggetti indicati nella copertina della Perizia, o coinvolti per gli Usi Consentiti venisse in possesso del presente documento, lo stesso si impegna alla più assoluta e totale riservatezza circa i dati e le informazioni in esso contenuti, approvando esplicitamente tale restrizione all'utilizzo.

Qualora il destinatario si dovesse in qualsiasi momento trovare in disaccordo con tale vincolo, è pregato di rimettere immediatamente a R&P la Perizia, ivi inclusi suoi eventuali allegati.

3. Indipendenza e professionalità

Lo scrivente dichiara sotto la propria responsabilità la propria indipendenza dalla Società e da tutte le società del Gruppo Class e dai soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo della Società o delle società del Gruppo Class.

A tal proposito afferma che nonostante:

- a. nell'anno 2018 abbia eseguito per conto del Gruppo Class delle valutazioni propedeutiche all'esecuzione degli impairment test delle partecipazioni detenute dalla Controllante nel Gruppo Class
- b. negli anni 2018, 2022 e 2024 abbia eseguito delle valutazioni propedeutiche all'esecuzione dell'impairment test della partecipazione detenuta nella Controllante da parte della holding estera Euro Multimedia Holding SA

Tali incarichi hanno avuto una durata molto limitata, erano specifici alle attività indicate, avevano una natura occasionale, non riguardavano attività di consulenza ma di sola verifica ed attestazione, e prevedevano un onorario contenuto; pertanto, il sottoscritto ritiene che tali prestazioni non siano state tali da pregiudicare attualmente la sua indipendenza ed il suo giudizio.

Lo scrivente dott. Franco Rabitti è titolare dello studio R&P, svolge la libera professione da diversi anni, è iscritto all'albo dei dottori commercialisti e revisori contabili di Modena, ed ha maturato una significativa esperienza nell'ambito della finanza d'impresa, essendo stato tra l'altro managing partner dello studio Azeta di Modena (con diverse sedi nel nord Italia), per maggiori approfondimenti si rimanda al proprio profilo LinkedIn riscontrabile dal seguente link: <https://www.linkedin.com/in/franco-rabitti-22136871/>. In tale contesto, quale partner di riferimento dello studio, ha avuto occasione di predisporre numerose



valutazioni di azienda e perizie di stima in diversi settori industriali, tra cui: meccanico, automobilistico, tessile/fashion, ceramico, white goods, ed altri. Il team di R&P, inoltre, ha a sua volta acquisito una significativa esperienza in ambito del corporate finance avendo lavorato per diversi anni per primarie boutique di finanza nonché per primarie società di revisione italiane. Il team coinvolto per la predisposizione del Documento ha un'adeguata esperienza per lo svolgimento del lavoro.

4. Profilo della Società

La Società ha un capitale sociale, interamente sottoscritto e versato, pari ad Euro 291.837, suddiviso in 1.000.000 (un milione) di azioni, prive di valore nominale. Tutte le azioni sono in proprietà dei soci. La Società è controllata per circa l'88,76% dalla Controllante – Class Editori Spa - attraverso una partecipazione diretta.

Il capitale della Società risulta ripartito come indicato nella seguente tabella riepilogativa.

TAB 1: RIPARTIZIONE DEL CAPITALE SOCIALE

Socio	N.azioni	Ammontare capitale
Class Editori Spa	887.591	259.088
Marmora Srl	37.723	11.011
Euromultimedia Holding S.A.	33.950	9.910
Costa Nicoletta	12.963	3.784
Panerai Paolo Andrea	12.963	3.784
Capolino Gabriele	4.321	1.261
Rossi Alessandro	4.321	1.261
Paolo Panerai Editore Srl	4.009	1.107
Magnaschi Pierluigi	2.159	630
	1.000.000	291.837

Si riscontra, pertanto, che la Società è controllata da Class Editori spa, formando un gruppo di riferimento a livello nazionale nell'ambito dell'informazione finanziaria.

Il Gruppo Class opera attraverso l'utilizzo di diversi canali di diffusione quali: quotidiani, periodici, TV, radio, social e sito ecc.

Si rileva, attualmente, che il principale settore di crescita dell'azienda è rappresentato dal digitale, inoltre, in sinergia con altre società del Gruppo Class, realizza importanti eventi settoriali su tematiche di attualità.

La Società opera nel settore dell'editoria, ed edita i mensili Gentleman, Patrimoni, MFF e MFL, ed i quotidiani MF Fashion oltre a MF e Milano Finanza di proprietà della controllata MF Editori Srl. Ciò fa generare ricavi legati principalmente a: vendita di pubblicazioni (anche tramite siti internet), raccolta pubblicitaria e sponsorizzazioni.

Si riporta di seguito l'elenco a delle testate editate dalla Società:

TAB 2: ELENCO TESTATE

	Quotidiano di informazione finanziaria di proprietà di MF Editori Srl ed editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Quotidiano dei mercati finanziari di proprietà di MF Editori Srl ed editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Quotidiano di Breaking news su lusso e moda, editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Magazine di atmosfere, design & style, editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Magazine dedicato agli addetti ai lavori e gli appassionati del settore della moda, editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Magazine per creare, gestire ed accrescere i patrimoni, editato da Milano Finanza Editori S.p.A.
	Magazine dedicato agli uomini che amano la vita, editato da Milano Finanza Editori S.p.A.



La Società è governata da un Consiglio di amministrazione, formato da 4 componenti che si identificano nelle persone di:

- Panerai Paolo Andrea- Presidente del Consiglio di amministratore, rappresentante dell'impresa;
- Capolino Gabriele, consigliere;
- Sajeva Angelo, consigliere;
- Moroni Marco, Consigliere

Il collegio sindacale è composto da 3 membri, più due supplenti, il Presidente del collegio è il dr. Medici Mauro.

L'attività di revisione è effettuata dalla società di revisione Audirevi S.p.A.

Analisi delle partecipazioni

La Società possiede delle partecipazioni in alcune società (di seguito "**Partecipate**"), come indicato nella seguente tabella. La partecipazione di maggior rilievo è rappresentata dalla proprietà del 100% della controllata MF Editori Srl (di seguito "**Controllata**") che è titolare delle testate MF e Milano Finanza editate dalla Società, ma che tuttavia non svolge alcuna attività operativa. L'ammontare delle partecipazioni nelle altre società, ed il relativo volume di business è da ritenersi non rilevante.

TAB 3: ELENCO PARTECIPATE

Denominazione	Quota % di proprietà
MF Editori	100,0%
Next Equity Crowdfunding	34,0%
Yachting Class	1,0%
Radio Classica	0,8%
Totale	

Storia della Società e principali eventi significativi

La Controllante Class Editori S.p.A. è stata costituita a novembre 1985, su iniziativa del Dott. Paolo Andrea Panerai e di un gruppo di giornalisti fuoriusciti dal gruppo RCS Editori oltre che da alcuni partner finanziari. La prima testata ad essere lanciata fu Class che riscosse un immediato successo. Da lì iniziò progressivamente il lancio di nuove testate.

In tale contesto si colloca anche Milano Finanza Editori S.p.a. che è stata costituita il 24 settembre 1986 e da lì a pochi mesi, nel dicembre 1986, è stato lanciato il primo settimanale finanziario italiano, Milano Finanza, che aveva per quel tempo una veste grafica innovativa, in quanto, si presentava come un quotidiano, inoltre, dava ampio spazio ai dati finanziari e al commento degli analisti, sviluppando tematiche, mai affrontate da nessun organo di informazione, come per esempio le "analisi tecniche".

Successivamente, nel corso del 1989 iniziò la distribuzione della testata "MF" che rappresentava il primo quotidiano a diffusione nazionale dedito esclusivamente all'informazione finanziaria. Anche questa testata presentava una particolarità: veniva distribuita esclusivamente dal martedì al venerdì, lasciando il posto al sabato al settimanale Milano Finanza.

Ora la Società si colloca sul mercato con le testate: Milano Finanza, MF e come periodici Gentleman, Patrimoni, MFF e MFL.

Nel corso dell'esercizio 2022, è stato lanciato il nuovo sito di Milano Finanza – MF-Milanofinanza.it- che presenta rispetto al passato una radicale trasformazione dell'offerta informativa. Sostanzialmente si è passati ad un'offerta digitale cosiddetta freemium che prevede contenuti free e contenuti sotto paywall. Si riporta che attraverso la piattaforma Analytics è stato accertato che i dati di traffico sul sito hanno registrato una media di oltre 240 mila utenti unici su base giornaliera (+ 28% rispetto al 2021) e oltre 942 mila pagine medie. Su base mensile, nel 2022 il sito ha registrato una media di circa 4 milioni di utenti unici e circa 29 milioni di pagine medie.

Quanto alle vendite l'andamento delle copie digitali totali (individuali e business) di MF-Milano Finanza è passato da circa 4.600 abbonati attivi a fine 2021 a circa 6.300 a fine 2022 (+52%). Nel corso dell'esercizio 2023 questi dati sono ulteriormente migliorati registrando alla fine dell'anno un incremento, rispetto all'anno 2022, di oltre il 225% con un numero di abbonati superiore a 20.500.

Si segnala, inoltre, che la nuova offerta digitale ha contribuito anche al miglioramento dei dati di lettura di MF-Milano Finanza che crescono fino al livello massimo degli ultimi nove anni con 33 mila lettori incrementali (+16,2%) posizionandosi a quota 237mila lettori medi al giorno (rilevazione Audipress 2022-III): i lettori carta aumentano di 28mila unità (+17%) e i lettori digitali di 12mila unità (+25%). Inoltre, su 237mila lettori, 177mila (74%) sono quelli solo cartacei; 45mila (20%) sono lettori solo digitali, mentre 15mila (6%) i lettori che leggono sia il cartaceo che il digitale. Il numero di lettori che seguono in tempo reale le notizie del sito attraverso Twitter ha superato le 118 mila unità e le 172 mila unità su LinkedIn, dati in aumento rispetto a quelli del precedente esercizio.

La Manovra finanziaria

In data 17 ottobre 2022, è stata sottoscritta tra il Gruppo Class e gli istituti di credito finanziatori (di seguito "**Istituti di Credito**"), una manovra finanziaria, divenuta efficace in data 20 dicembre 2022 (di seguito "**Manovra Finanziaria**").

La Manovra Finanziaria ha avuto un impatto diretto sulla struttura patrimoniale e finanziaria delle società del Gruppo Class e quindi anche della Società. In particolare, la Manovra Finanziaria ha comportato: i) l'accollo ai sensi dell'art.1273 c.c. da parte della Controllante Class Editori S.p.A del debito finanziario della Società verso gli Istituti di Credito per un ammontare complessivo pari a circa 5,5 milioni di Euro; e ii) a seguito dello stralcio in capo alla controllante Class Editore del debito finanziario verso gli Istituti di Credito, la parziale rinuncia da parte della Controllante al credito sorto verso la Società per un importo pari a circa 2,7 milioni di Euro.

Per effetto della Manovra Finanziaria la Società, attualmente, non presenta debiti verso Istituti di Credito per linee bancarie o affidamenti.

Rinnovo del contratto di locazione dell'immobile

L'IFRS 16 fissa le regole per la rilevazione, la presentazione e l'informativa dei contratti di locazione finanziaria e non, allo scopo di indurre i locatari e i locatori a fornire informazioni dettagliate sull'operazioni di leasing. Questo principio fornisce un modello contabile unico per i contratti di locazione che prevede che i locatari registrino le attività e passività derivanti dai contratti di locazione superiore ai dodici mesi.

Nella pratica, il locatario rileva contabilmente i) una passività finanziaria derivante dall'attualizzazione dei pagamenti dei canoni d'affitto previsti per tutta la durata del contratto, e ii) un'attività corrispondente al diritto di utilizzo dell'attività sottostante per la

durata del contratto – diritto d'uso-. Inoltre, si contabilizzeranno separatamente, a conto economico, gli interessi sulla passività finanziaria e l'ammortamento del diritto di utilizzo.

Inoltre, se, nel corso del contratto, dovessero intervenire variazioni delle variabili utilizzate per l'appostamento iniziale dei valori contabili, come per esempio: una variazione contrattuale che ha modificato la durata o gli importi; variazioni intervenute su un indice o un tasso utilizzati per stimare inizialmente l'attualizzazione dei canoni di locazione, è necessario procedere a ricalcolare le passività e le attività in precedenza iscritte.

Nel corso dell'esercizio 2023 la Società ha rinegoziato il contratto di locazione, con l'effetto di ottenere, a fronte di una restrizione degli spazi, una riduzione degli importi e della durata del contratto. Ciò ha determinato, i) una riduzione della passività finanziaria derivante dall'attualizzazione dei canoni minimi garantiti di circa 7 milioni di Euro; ii) una riduzione dell'ammortamento del diritto d'uso pari a circa 0,2 milioni di Euro, per effetto della variazione del valore d'uso; e iii) una sopravvenienza attiva derivante dalle variazioni intervenute sul fondo ammortamento per circa 0,7 milioni di Euro.

Si riporta di seguito la tabella di sintesi delle variazioni intervenute sui fabbricati per diritto d'uso

TAB 4: VARIAZIONI FABBRICATI PER DIRITTI D'USO

Fabbricati per diritti d'uso	
Costo Storico	15.966.618
Rivalutazione prec.	0
Oneri finanziari	0
Svalutazioni precedenti	0
Ammortamenti precedenti	-5.941.067
Saldo iniziale 2023	10.025.551
Acquisizioni dell'esercizio	
Fondo da fusione	
Rettifiche saldi iniziali	-6.225.777
Rettifiche anni prec.fondo	745.952
Ammortamenti esercizio	-1.298.778
Saldo	3.246.948
Ammortamenti anticipati fiscali	0
Movimentazione ex art.2426, n.3	0
Saldo finale 2023	3.246.948

Rischi connessi all'attività

Il principale fattore di rischio legato al business della Società è rappresentato dalla raccolta pubblicitaria che costituisce la voce di ricavo più rilevante. Essendo una variabile esogena, la Società, e tutto il Gruppo Class, al fine di affrontare potenziali problematiche sta adottando strategie sia atte a contenere i costi operativi sia volte alla diversificazione del prodotto, in particolare tali attività si sono focalizzate sulla riduzione del costo del personale, sulla riduzione dei costi indiretti e sull'incremento dei ricavi attraverso nuove iniziative editoriali.

Per quanto riguarda il rischio crediti, la Società segnala che non sono presenti situazioni degne di nota e in ogni caso afferma che sono continuamente monitorati e tenuti sotto controllo anche dalla Controllante.

Per quanto concerne le rischiosità legate alle oscillazioni dei tassi d'interesse e alle variazioni dei tassi di cambio, la Società afferma che sono contenute in quanto non pone

in essere operazioni speculative e che il suo mercato di riferimento è pressoché racchiuso all'interno dell'area Euro.

Gli effetti della Manovra Finanziaria hanno notevolmente ridotto i rischi legati a potenziali tensioni finanziarie, del gruppo Class e della Società.

Infine, la Società segnala che non sono presenti contenziosi o passività potenziali che potrebbero dare luogo a effetti negativi sotto l'aspetto economico, patrimoniale e finanziario.

Struttura organizzativa

Il modello organizzativo della Società è da collocarsi all'interno del Gruppo Class di cui è parte. Nel bilancio consolidato 2023 del Gruppo Class si riporta quanto segue:

"I settori di appartenenza ("Aree di Business") sono stati identificati in coerenza con la rappresentazione fornita nel Piano Industriale e, per il 2023, sono rappresentati dai seguenti: Area Informazione e Comunicazione, Area Servizi e Financial Services, Area Telesia e TV, Area Gambero Rosso."

Si rileva inoltre che la Società è inquadrata all'interno dell'area di business "informazione e comunicazione", che sempre in tale consolidato si indica essere costituita dalle seguenti attività:

- Milano Finanza/MF (Newspaper finanza);
- Global Finance (Magazine finanza internazionale);
- Patrimoni (Magazine finanza Italia);
- Class-Capital-Gentleman (Magazine maschili);
- MFF & MFL (Magazine for Fashion e Magazine for Living);
- Siti internet ed applicazioni Mobile;
- Class TV Moda (moda);
- Radio Classica (trasmissioni radiofoniche).

Si rileva inoltre che la Società impiega 26 risorse tra giornalisti e dipendenti (dato a fine 2023).

Strategia di sviluppo

La strategia di sviluppo della Società, si colloca pertanto all'interno della business unit comunicazione ed informazione, per la quale sono previsti interventi di sviluppo nell'area digitale, oltre ad interventi di riduzione dei costi.

In particolare, si prevede un incremento dei ricavi nell'area digitale attraverso nuove modalità di accesso a pagamento e rafforzamento e diffusione di copie digitali, andando anche a colmare alcune lacune in capo a competitor diretti

- tra gli obiettivi della Società si evidenziano: la volontà di mantenere e implementare ulteriormente la leadership in Italia della comunicazione alla comunità finanziaria, tramite l'incremento dei subscribers e degli abbonamenti digitali sul sito web;

- la volontà di implementare sempre maggiormente la migrazione verso un modello digitale basato sulle digital subscriptions, tramite il rinnovo del proprio sito internet e l'implementazione di soluzioni digitali innovative.

Nell'ottica di tale strategia, ed al fine del raggiungimento degli obiettivi preposti, si riscontra che la Società, nel corso del 2023 ha introdotto nuovi canali di comunicazione diretta e ha consolidato la sua "fan base" social superando in questo modo il mezzo milione di followers complessivi.

La società ha inoltre rappresentato che, in applicazione a tale strategia, ha avviato i seguenti interventi:

- sviluppo di eventi digitali sviluppati in sinergia con le piattaforme digitali che consentano ai propri prodotti di essere visibili e riconosciuti su molteplici canali;
- l'introduzione del nuovo sito di Milano Finanza;
- La creazione all'interno del sito internet di Milano Finanza di una sezione dedicata alle notizie a pagamento ed un paywall dinamico per offrire agli utenti contenuti a maggiore valore aggiunto;

5. Analisi bilanci consuntivi esercizi 2021-2022-2023

Stato patrimoniale

Si riporta di seguito la tabella di sintesi dello stato patrimoniale relativo al periodo 2021 e 2023

TAB. 5: STATO PATRIMONIALE ANNI 2021-2022-2023

STATO PATRIMONIALE	2021	2022	2023
Immobilizzazioni immateriali	1.116	11.205	18.662
Immobilizzazioni materiali	11.362.893	10.154.688	3.360.054
Partecipazioni	4.397.518	4.383.853	4.383.853
Crediti tributari		97.504	91.658
Altri crediti	47.010		
Attività non correnti	15.808.537	14.647.250	7.854.227
Rimanenze	95.214	183.326	56.097
Crediti commerciali	22.215.853	16.532.008	21.026.273
Crediti finanziari	276.668	19.563	19.100
Crediti tributari	586.725	870.561	861.403
Altri crediti	2.571.674	4.294.552	3.341.207
Disponibilità liquide	8.600	76.363	144.594
Totale attività correnti	25.754.734	21.976.373	25.448.674
Totale attivo	41.563.271	36.623.623	33.302.901
Patrimonio netto	-1.362.250	802.638	2.731.722
Debiti finanziari non correnti	13.928.316	9.658.025	1.765.219
Debiti tributari	174.493	349.468	877.332
F.do rischi e oneri		434.454	410.095
TFR e altri fondi del pers.le	437.008	377.774	267.904
Totale passività non correnti	14.539.817	10.819.721	3.320.550
Debiti finanziari	4.650.452	1.587.979	1.209.986
Debiti commerciali	17.386.032	15.235.220	20.415.819
Debiti tributari	1.887.620	2.340.030	2.365.571
Altri debiti	4.461.600	5.838.035	3.259.253
Totale passività correnti	28.385.704	25.001.264	27.250.629
Totale passivo	41.563.271	36.623.623	33.302.901

Nel corso di questo triennio, dal punto di vista patrimoniale, in sintesi, si può riscontrare, che:

- **le attività non correnti** sono passate da circa 15.8 milioni di Euro a 7.8 milioni di Euro; ciò è dipeso principalmente da una riduzione del valore dei diritti d'uso sui fabbricati, frutto della rinegoziazione del contratto di locazione derivante dalla riduzione della superficie affittata. Per analogia sono variate anche le poste legate alle passività finanziarie correlate al diritto d'uso dell'immobile;
- **le attività correnti** non hanno subito delle variazioni significative segno di un'attività caratteristica costante nel tempo;
- **il totale delle attività** evidenzia nell'arco del triennio una contrazione frutto della riduzione delle attività non correnti per i motivi sopra esposti;
- **il patrimonio netto**, nel corso del triennio è ritornato positivo recuperando tutte le perdite pregresse, grazie al risultato positivo registrato nel corso del 2022 e 2023;
- **le passività non correnti** sono passate da circa 14,5 milioni di Euro a 3,3 milioni di Euro frutto, soprattutto, della rinegoziazione del contratto d'affitto che ha dato luogo, in ottemperanza all'applicazione del principio IFRS 16, ad una riduzione delle passività finanziarie. Oltre a ciò, si riscontra un incremento dei debiti tributari che rappresentano l'ammontare del debito tributario, oggetto di rateizzazione, scadente oltre l'esercizio successivo;
- **le passività correnti**, come aggregato, non hanno subito delle variazioni significative, tuttavia, si riscontrano delle variazioni rilevanti soprattutto nei debiti finanziari, che hanno subito una notevole contrazione passando da 4.7 milioni di Euro a 1,2 milioni di Euro. Ciò è stato frutto della Manovra Finanziaria avvenuta nel 2022, che ha dato luogo, da un lato, all'accollo, ai sensi dell'art. 1273 c.c., del debito bancario della Società per circa 5,5 milioni di Euro da parte della Holding, e dall'altro, una volta che l'accordo è diventato operativo, dalla rinuncia, da parte della Holding, dei crediti verso la Società per circa 2.7 milioni di Euro. Oltre a ciò, si segnala un incremento dei debiti commerciali soprattutto verso la Holding;
- **il totale delle passività** sconta una contrazione derivante principalmente da una riduzione delle passività correnti.



Conto Economico

Si riporta di seguito la tabella di sintesi del Conto economico complessivo relativo al periodo 2021 - 2023

TAB. 6: CONTO ECONOMICO ANNI 2021-2022-2023

Conto Economico	2021	2022	2023
Ricavi	21.239.367	21.438.646	21.377.237
Altri ricavi e proventi	451.055	852.132	1.955.636
Totale ricavi	21.690.422	22.290.778	23.332.873
Costi per acquisti	-550.605	-863.197	-733.647
Costi per servizi	-13.931.185	-15.665.809	-16.145.474
Costi per il personale	-2.132.265	-2.375.704	-2.332.193
Altri costi operativi	-100.926	-88.387	-176.433
Totale costi operativi	-16.714.981	-18.993.097	-19.387.747
Margine operativo lordo - Ebitda	4.975.441	3.297.681	3.945.126
<i>Ebitda %</i>	23%	15%	17%
Proventi/(Oneri) non ordinari	-3.936.849	2.105.318	
Ammortamenti e svalutazioni	-1.494.441	-2.027.707	-1.376.447
Risultato operativo - Ebit	-455.849	3.375.292	2.568.679
Proventi/(Oneri) finanziari netti	-558.433	-482.240	-199.520
Risultato ante imposte	-1.014.282	2.893.052	2.369.159
Imposte	-137.885	-759.505	-438.256
Risultato netto	-1.152.167	2.133.547	1.930.903
Proventi/(oneri) attuariali non transitati da conto ec.(IAS 19)	-11.652	31.341	-1.819
Totale conto economico	-1.163.819	2.164.888	1.929.084

Sotto l'aspetto economico il triennio esaminato mette in luce che:

- **I ricavi** della gestione caratteristica si sono mantenuti più o meno costanti per tutto il periodo di osservazione, ciò non fa che confermare il peso di questa realtà sul mercato dell'informazione;
- **Gli altri ricavi e proventi** hanno evidenziato nel corso del periodo oscillazioni più marcate frutto di operazioni avvenute nel contesto della gestione non caratteristica, derivanti dall'effetto congiunto della rinegoziazione del contratto d'affitto, che ha dato luogo ad una sopravvenienza attiva, e dalla stima di minori stanziamenti, rispetto all'esercizio 2022, per contributi e sovvenzioni statali sui costi di acquisto della carta e sulle copie vendute;
- **Il Margine operativo lordo - Ebitda** - è passato nel triennio da circa 5,0 milioni di Euro a 3,9 milioni di Euro, con un'incidenza, rispetto ai ricavi complessivi, che è passata dal 23% al 17%, ciò è dipeso principalmente dall'incremento delle prestazioni di servizi ricevute dalle consociate;
- **Il risultato operativo** è passato nel triennio da meno 0,5 milioni di Euro a 2,6 milioni di Euro frutto di un miglioramento della gestione non ordinaria derivante dal venir meno degli effetti distorsivi generati, dapprima, nel corso del 2021, da sopravvenienze passive legate al mancato realizzo di poste dell'attivo legate principalmente al canale delle distribuzione delle testate, poi nel corso del 2022 da sopravvenienze attive

prodotte in virtù dello stralcio del credito finanziario vantato dalla Holding nei confronti della Società. Si segnala a partire dall'esercizio 2023 i proventi e oneri non ordinari sono classificati negli altri ricavi e costi operativi;

- **I Proventi (oneri) finanziari netti** sono passati nel corso del triennio da circa 0,6 milioni di Euro a circa 0,2 milioni di Euro, frutto principalmente da una riduzione degli interessi passivi verso i fornitori.

6. Data di riferimento della Perizia e relativi dati contabili

Il valore dell'azienda, oggetto della presente relazione di stima è stato determinato in riferimento alla data del 31/12/2023 e in relazione ai dati prospettici elaborati ed approvati dalla Società.

La Società ha confermato che successivamente all'elaborazione di tali documenti, e fino alla data di redazione della Perizia, non si sono verificati fatti di gestione tali da compromettere il risultato d'esercizio e le assunzioni poste alla base dell'elaborazione dei dati prospettici.

La Società nel corso dell'esercizio 2023 ha conseguito un risultato d'esercizio pari a circa 1,9 milioni di Euro, con una marginalità a livello di Ebitda di circa 3,9 milioni di Euro. La posizione finanziaria netta (che recepisce l'applicazione del principio contabile IFRS 16) ammonta a circa 2,8 milioni di Euro, determinata dall'indebitamento finanziario pari a circa 3,0 milioni di Euro (di cui circa 2,8 milioni di Euro derivanti dall'applicazione del principio IFRS 16), ai quali sottrarre crediti finanziari e disponibilità liquide per circa 0,2 milioni di Euro.

Stato Patrimoniale

Dal punto di vista patrimoniale la società presenta questa struttura:

- **Immobilizzazioni immateriali** pari ad Euro 18.662;
- **Immobilizzazioni materiali** pari ad Euro 3.360.054, la voce più rilevante delle quali è rappresentata dai diritti d'uso sui fabbricati, pari ad Euro 3.246.948, la differenza pari a circa Euro 113.000 è formata da impianti e macchinari Euro 60.080, Migliorie su beni di terzi Euro 27.660, Mobili e arredi e macchine ordinarie ufficio Euro 8.949; Automezzi Euro 12.003;
- **Partecipazioni immobilizzate** suddivise in:
 - Imprese controllate
 - MF Editori Srl, proprietaria delle testate MF e Milano Finanza, controllata al 100%, iscritta in bilancio al valore della quota parte del patrimonio netto della controllata pari a circa 3,8 milioni di Euro (che nel Business Plan e pertanto nel bilancio riclassificato, che è stato elaborato in modo coerente, è iscritta tra le immobilizzazioni immateriali);
 - Imprese collegate:
 - Next Equity Crowdfunding, iscritta in bilancio al costo per Euro 505.000

- Yachting Class Srl, iscritta in bilancio al costo per Euro 59
- Radio Classica Srl, iscritta in bilancio al costo per Euro 100

Si riporta di seguito la tabella relativa partecipazioni possedute in imprese collegate e controllate

TAB 7: PARTECIPAZIONI POSSEDUTE

Denominazione	Quota % di proprietà	Utile (Perdita)	Valore di bilancio	Netto patrimoniale
MF Editori	100,0%	730	3.878.694	37.402
Next Equity Crowdfunding	34,0%	-55.893	505.000	123.517
Yachting Class	1,0%	-124.699	59	-690
Radio Classica	0,8%	-749.268	100	-19.508
Totale			4.383.853	140.721

Si segnala che con riferimento al valore iscritto in bilancio delle partecipazioni, il bilancio d'esercizio 2023 della Società riporta quanto segue:

"Riguardo al maggior valore della partecipazione in MF Editori S.r.l. iscritta nel bilancio di Milano Finanza Editori rispetto alla quota parte del patrimonio netto della controllata, si precisa che MF Editori risulta essere proprietaria della testata MF/Milano Finanza. Tale asset presenta un maggior valore di mercato rispetto a quello di libro che giustifica appieno la differenza sopra citata.

Data la significatività della differenza in questione, la Società assoggetta in ogni caso annualmente a test di impairment l'asset della propria controllata che, nel corso del 2023, non ha evidenziato perdite di valore di carattere durevole.

Circa il maggior valore iscritto per la partecipazione in MF Next Equity rispetto alla quota parte del patrimonio netto della società, si osserva come la partecipata sia ancora in fase di avvio delle attività e che è in corso di ottenimento da Consob una nuova e più aggiornata autorizzazione ad operare, sulla base della direttiva europea sul crowdfunding e che, una volta ottenuta, ne aumenterà significativamente il valore. Peraltro, si rileva come siano in essere trattative con nuovi investitori interessati ad entrare nel capitale della società sulla base di una valutazione in linea con quella considerata in sede di sottoscrizione della partecipazione da parte di Milano Finanza Editori."

Non vengono commentate le partecipazioni in Radio Classica e Yachting Class le quali hanno tuttavia una quota di partecipazione ed un valore di iscrizione residuale;

- **Crediti tributari** non correnti pari ad Euro 91.658, riguardano imposte anticipate sulle riprese temporanee relative all'esercizio 2023;
- **Rimanenze** pari ad Euro 56.097, sono interamente costituite dalla carta destinata alla produzione dei prodotti editoriali pubblicati dalla società;
- **Crediti commerciali** pari ad Euro 21.026.273 sono rappresentati da crediti verso clienti per Euro 21.026.273, di cui:
 - verso la controllante pari ad Euro 12.425.217;
 - verso la controllata per Euro 1.315;
 - Verso clienti terzi per Euro 8.666.852;
 - Fondi rischi e svalutazioni per Euro -67.111;

Tale posta, tramite la rettifica in appositi fondi, tiene conto sia del rischio di mancato incasso che del rischio legato potenziali ritardi nell'incasso degli stessi, sia attraverso lo stanziamento di un fondo svalutazione crediti, che di un fondo che tiene conto dell'attualizzazione dei flussi di cassa nell'ipotesi che si preveda che il credito possa essere incassato successivamente alla normale scadenza (time value), ciò in applicazione dei principi contabili;

- **Crediti finanziari** versi altri pari ad Euro 19.100;
- **Crediti tributari** pari ad Euro 861.403 (riclassificati tra gli Altri Crediti in modo coerente con il Business Plan);
- **Altri crediti pari** ad Euro 3.341.207;
- **Disponibilità liquide** pari ad Euro 144.594;
- **Patrimonio netto** pari ad Euro 2.731.722. Si riscontra che l'utile di esercizio 2023 è pari ad Euro 1.930.903 e le perdite legate al periodo COVID, sterilizzate, risultano essere completamente assorbite. Si segnala che in tale aggregato è presente una riserva in conto futuro aumento di capitale pari ad euro 490.000, relativo ad un versamento effettuato a tale titolo sul conto della Società, in data 24/10/2019 dal socio Marmora Srl. Si rende noto che la presenza di tale riserva non influisce sulla valutazione del sovrapprezzo e quindi dell'Equity Value;
- **Debiti finanziari non correnti** pari ad Euro 1.765.219, rappresenta l'attualizzazione dei pagamenti, per canoni minimi garantiti, per tutta la durata del contratto di locazione. Per effetto delle variazioni intervenute nel corso del 2023, sul contratto di locazione, che hanno determinato una riduzione dell'importo dei canoni della durata dello stesso, ciò ha permesso alla Società di ottenere una variazione dei debiti finanziari non correnti per circa 7,9 milioni di Euro;
- **Debiti tributari non correnti** pari ad Euro 877.332 sono relativi alla quota dei piani di rateazione concordati scadenti oltre l'esercizio (riclassificati tra gli Altri Debiti in modo coerente con il Business Plan);
- **Fondi per rischi ed oneri** pari ad Euro 410.095, rappresentano la stima di passività potenziali per sanzioni e interessi calcolate sui debiti tributari e previdenziali scaduti alla fine dell'esercizio 2022 e destinati ad essere pagati nel corso degli esercizi successivi;
- **Trattamenti di fine rapporto** di lavoro subordinato pari ad Euro 267.904, questa somma è stata calcolata attraverso un procedimento attuariale, basata su ipotesi demografiche, che tiene conto in ordine al tasso di sconto che riflette il valore del denaro nel tempo, al tasso di inflazione e al livello delle retribuzioni e dei compensi futuri. Tale importo, così come è stato calcolato risulta essere, rispetto al valore che si sarebbe ottenuto attraverso l'applicazione della normativa sul lavoro e ai Principi Contabili nazionali, sottostimato per Euro 14.203;
- **Debiti finanziari correnti** pari ad Euro 1.209.986, rappresenta il debito per capitale, interessi ed oneri accessori maturati ed esigibili di natura finanziaria e legato alla gestione corrente. Tale aggregato risulta così articolato:
 - Debiti verso poste pari ad euro 125.631;



- Debiti per affidamenti bancari pari ad euro 104;
- Debiti finanziari su diritti d'uso da IFRS 16 pari ad euro 1.084.251. Tale posta rappresenta la quota parte dell'attualizzazione dei canoni d'affitto che andranno radddebitati, per competenza, alle altre società del gruppo Class, per l'utilizzazione, da parte di ciascuna, degli spazi all'interno della sede di Milano;
- **Debiti Commerciali** sono pari ad Euro 20.415.819 di cui verso la controllante per Euro 3.690.130, in ogni caso riflettono principalmente debiti verso le società del Gruppo Class;
- **Debiti tributari** pari ad Euro 2.365.571, rappresentano debiti per imposte, per i quali, in parte, sono stati attivati piani di rateazione (riclassificati tra gli Altri Debiti in modo coerente con il Business Plan);
- **Altri debiti** pari ad Euro 3.259.253 rappresenta una posta eterogenea in cui sono presenti tra le poste maggiormente rilevanti:
 - Debiti verso istituti previdenziali, per i quali, in parte sono in corso piani di rateazione, pari ad Euro 702.340;
 - Debiti verso dipendenti e collaboratori pari ad Euro 32546;
 - Debiti verso dipendenti, per ratei 14ma e ferie, pari ad Euro 380.419;
 - Ratei passivi per rese da pervenire pari ad Euro 2.033.716 che scaturiscono dalla contabilizzazione delle rese sui venduti in edicola, non ancora rendicontati con estratto conto da parte del distributore unico MDIs alla data del 31 dicembre 2023;
 - le altre poste non rilevanti in termini di valore, pari ad Euro 110.232, sono rappresentate da: debiti vs. azionisti per dividendi Euro 79.339, Note spese da ricevere Euro 1.037, Ratei passivi diversi Euro 29.856.

Si riporta di seguito la tabella dello Stato Patrimoniale 2023

TAB 8 – STATO PATRIMONIALE 2023

STATO PATRIMONIALE		2023	
Immobilizzazioni immateriali		18.662	0%
Immobilizzazioni materiali		3.360.054	10%
Partecipazioni		4.383.853	13%
Crediti tributari		91.658	0%
Attività non correnti		7.854.227	24%
Rimanenze		56.097	0%
Crediti commerciali		21.026.273	63%
Crediti finanziari		19.100	0%
Crediti tributari		861.403	3%
Altri crediti		3.341.207	10%
Disponibilità liquide		144.594	0%
Totale attività correnti		25.448.674	76%
Totale attivo		33.302.901	100%
Patrimonio netto		2.731.722	8%
Debiti finanziari non correnti		1.765.219	5%
Debiti tributari		877.332	3%
F.do rischi e oneri		410.095	1%
TFR e altri fondi del pers.le		267.904	1%
Totale passività non correnti		3.320.550	10%
Debiti finanziari		1.209.986	4%
Debiti commerciali		20.415.819	61%
Debiti tributari		2.365.571	7%
Altri debiti		3.259.253	10%
Totale passività correnti		27.250.629	82%
Totale passivo		33.302.901	100%

Conto Economico

- **I ricavi** ammontano complessivamente ad Euro 21.377.237, si riporta di seguito la tabella di dettaglio;

TAB 9: RICAVI 2023

Ricavi	2023
Pubblicazioni	2.469.889
Pubblicità e sponsorizzazioni	14.912.909
Verndita copie e abbonamenti	236.206
Vendita pubblicazioni tramite siti	2.155.560
Affitti e Facility	1.301.801
Altri ricavi dell'attività	300.872
Totale	21.377.237

- **Altri ricavi e proventi** pari ad Euro 1.955.636 dei quali si segnalano:
 - le sopravvenienze attiva, ex provento straordinario, pari ad Euro 1.538.840, deriva principalmente dagli effetti prodotti dall'applicazione del principio IFRS 16 sulla rinegoziazione del contratto d'affitto degli immobili ad uso ufficio. Ciò ha dato luogo, attraverso il ricalcolo dell'attualizzazione del pagamento dei canoni minimi per tutta la durata del contatto, ad una riduzione del debito finanziario. Tale rettifica, ha comportato l'emersione di una sopravvenienza attiva pari a circa 1,4 milioni di Euro;
 - Contributi e sovvenzioni sono stati pari ad Euro 367.181, che rappresentano la stima dei contributi:
 - sui costi di acquisto carta per gli anni 2022 e 2023 per Euro 114.344;
 - sulle copie vendute per gli anni 2021 e 2022 per Euro 252.837;
 - altre poste residuali per Euro 49.615;
 - **Costi per acquisti** pari ad Euro 733.647, sono relativi all'acquisto carta per Euro 606.418 e alle variazioni delle rimanenze finali pari ad Euro 127.229;
 - **Costi per servizi** pari ad Euro 16.145.474, le voci principali sono rappresentate dai "Costi marketing e commerciali" pari ad Euro 4.704.261 e "Prestazioni di servizi Class Editori" per Euro 4.261.874. Si riporta di seguito la tabella di dettaglio;

TAB 10: COSTI PER SERVIZI 2023

Costi per servizi	2023
Costi di marketing e commerciali	4.704.261
Prestazioni di servizi soc. Gruppo	4.261.874
Prestazioni di servizi Class Editori	1.313.925
Costi di produzione	1.295.378
Costi di distribuzione	1.181.298
Spese generali	1.160.926
Costi redazionali	1.019.851
Costi di pubblicità/promozionali	913.459
Godimento beni di terzi	170.289
Manutenzioni	68.039
Consulenze fiscali e spese notarili	48.041
Organizzazione fiere e saloni	8.133
Totale	16.145.474



- **Costi per il personale** pari ad Euro 2.332.193 rappresenta la sommatoria delle voci che caratterizzano il costo del personale per l'azienda, e risulta essere così composta:
 - Costi retribuzioni pari ad Euro 1.705.179;
 - Costi contributi pari ad Euro 583.287;
 - Spese varie personale pari ad Euro 5.752;
 - Accantonamento TFR pari ad Euro 37.975;
- **Altri costi operativi** assommano complessivamente ad Euro 176.433. Le voci maggiormente significative sono rappresentate da:
 - Altre imposte pari ad Euro 56.688;
 - Sopravvenienze passive pari ad Euro 57.232;
 - Sopravvenienze passive mancati ricavi pari ad Euro 37.997;
 - Altre poste residuali complessivamente pari ad Euro 24.516;
- **Ammortamenti e svalutazioni** pari ad Euro 1.376.447, sono rappresentati principalmente dagli ammortamenti delle immobilizzazioni materiali pari ad Euro 1.339.299 la cui voce preponderante, in quanto i cespiti aziendali risultano quasi pressoché ammortizzati, è rappresentata dall'ammortamento del diritto d'uso del fabbricato in locazione presso la sede di via Marco Burigozzo, 5 a Milano, contabilizzato secondo le regole del principio IFRS 16, pari ad Euro 1.298.779;
- **Le altre voci residuali**, complessivamente, pari ad Euro 37.149, sono costituite dalle seguenti poste:
 - Ammortamenti immobilizzazioni immateriali pari ad Euro 2.665;
 - Accantonamenti fondo rischi pari ad Euro 29.392;
 - Accantonamento fondo svalutazione crediti TUIR pari ad Euro 5.091;
- **Proventi e oneri finanziari** pari ad Euro 199.520 data dalla differenza tra:
 - Proventi finanziari pari ad Euro 11.439, rappresentati principalmente dagli:
 - Utili su cambi pari ad Euro 5.687;
 - Altri proventi finanziari pari ad Euro 2.284;
 - Interessi da Gruppo Class pari ad Euro 2.541;
 - Interessi bancari 927;
 - Oneri finanziari pari ad Euro 210.959 dei quali si segnalano come elementi maggiormente significativi:
 - Interessi passivi verso fornitori pari ad Euro 81.355;
 - Interessi passivi rateizzati pari ad Euro 59.174;
 - Interessi passivi Gruppo Class pari ad Euro 25.363;



- Interessi passivi v.so Class Editori pari ad Euro 23.770;
- Oneri finanziari TFR IAS pari ad Euro 10.285;
- Spese e commissioni bancarie pari ad Euro 8.372;
- Altre poste residuali per complessivi Euro 2.640;
- **Imposte sui redditi d'esercizio** pari ad Euro 438.256 di cui:
 - Ires dell'esercizio pari ad Euro 312.941;
 - Irap dell'esercizio pari ad Euro 119.468;

Si rende inoltre noto che la Società aderisce ai regimi:

- del consolidato fiscale nazionale della Controllante Class Editori S.p.A.;
- della liquidazione IVA di Gruppo Class della Controllante Class Editori.

Si riporta di seguito il Conto economico complessivo 2023.

TAB 11: CONTO ECONOMICO 2023

Conto economico		2023	
Ricavi		21.377.237	
Altri ricavi e proventi		1.955.636	
Totale ricavi		23.332.873	100%
Costi per acquisti		-733.647	3%
Costi per servizi		-16.145.474	69%
Costi per il personale		-2.332.193	10%
Altri costi operativi		-176.433	1%
Totale costi operativi		-19.387.747	83%
Margine operativo lordo - Ebitda		3.945.126	17%
Ammortamenti e svalutazioni		-1.376.447	
Risultato operativo - Ebit		2.568.679	11%
Proventi/(Oneri) finanziari netti		-199.520	1%
Risultato ante imposte		2.369.159	10%
Imposte		-438.256	2%
Risultato netto		1.930.903	8%

Proventi/(oneri) attuariali non
transitati da conto ec.(IAS 19) -1.819

Totale conto economico compless	1.929.084	
--	------------------	--

Si riscontra, inoltre, che l'indebitamento finanziario netto o posizione finanziaria netta - PFN- ammonta ad Euro 2.811.511.

Si riporta di seguito la tabella riepilogativa

TAB 12: POSIZIONE FINANZIARIA NETTA 2023

Posizione finanziaria netta	2023
Debiti finanziari verso terzi	2.975.205
Altri debiti finanziari	0
Cassa	-144.594
Crediti finanziari v.terzi	-19.100
Totale	2.811.511

7. Analisi primo trimestre 2024

La Società ha reso disponibili allo scrivente alcuni dati inerenti al primo trimestre 2024, non essendo disponibile un bilancio di verifica completo a tale data. Si è pertanto potuto analizzare l'andamento economico del primo trimestre confrontandolo con quello del 2023, e l'andamento della posizione finanziaria netta, confrontandola con quella a fine dicembre 2023.

Analisi andamentale economica 1° trimestre 2024

Si riporta di seguito il conto economico consuntivo relativo al primo trimestre 2024 ed il confronto con il relativo budget estrapolato dal Business Plan (quale 1/4 dei valori annuali, pertanto tale valore non tiene in considerazioni di eventuali stagionalità del business).

TAB 13: CONTO ECONOMICO 1° TRIMESTRE 2024 CONSUNTIVO VS BUDGET

Conto Economico	31/03/2024 (A)	31/03/2024P (B)	VAR (A-B)/A
Ricavi	5.852	5.889	-0,63%
Altri ricavi e proventi	51	182	-256,86%
Totale ricavi	5.903	6.071	-2,85%
Costi per acquisti	-113	-155	-37,17%
Costi per servizi	-4.004	-4.041	-0,92%
Costi per il personale	-536	-658	-22,76%
Altri costi operativi	-20	-19	5,00%
Totale costi operativi	-4.673	-4.872	-4,26%
Margine operativo lordo - Ebitda	1.230	1.200	2,44%
<i>Ebitda %</i>	<i>21%</i>	<i>20%</i>	<i>5,14%</i>
Proventi/(Oneri) non ordinari	-75		100,00%
Ammortamenti e svalutazioni	-336	-363	-8,04%
Risultato operativo - Ebit	819	837	1
Proventi/(Oneri) finanziari netti	-50	-99	-98,00%
Risultato ante imposte	769	738	4,03%

Dall'analisi del raffronto tra il primo trimestre a consuntivo e il primo trimestre previsionale si può riscontrare che:

- **I ricavi** totali sono complessivamente inferiore di circa il 2,85% rispetto ai dati di budget. Tale riduzione è dipesa principalmente dagli altri ricavi e proventi, mentre i ricavi della gestione caratteristica sono allineati ai dati di budget;
- **I costi operativi**, a consuntivo sono inferiori per circa il 4,26% rispetto ai dati di budget, ciò consente di recuperare i minori ricavi determinando un effetto complessivamente positivo sul margine;
- **Il Margine Operativo Lordo** a consuntivo è pari a circa il 21% dei ricavi totali rispetto a circa il 20% dei dati di budget;
- **Proventi/Oneri non ordinari** a consuntivo risultano essere stati rilevanti oneri straordinari mentre a budget tale posta non è stata stimata;
- **Gli ammortamenti e svalutazioni** non rilevano elementi degni di nota, in ogni caso si segnala la contrazione che gli ammortamenti a consuntivo risultano inferiori ai dati di budget per circa un 8%;
- **Proventi (oneri) finanziari netti**, a consuntivo sono circa la metà dei dati stimati;
- **Il risultato ante imposte**, a consuntivo mostra un risultato migliorativo di circa il 4% rispetto ai dati di budget.

Dall'analisi emerge che i dati a consuntivo sono sostanzialmente in linea con il risultato di budget.

Analisi della posizione finanziaria netta al 1° trimestre 2024

Si riporta di seguito il prospetto dell'indebitamento finanziario netto o posizione finanziaria netta, relativo al triennio 2021 e 2023 e primo trimestre 2024.

TAB 14: POSIZIONE FINANZIARIA NETTA

Posizione finanziaria netta	2021	2022	2023	31/03/2024
Debiti finanziari verso terzi	18.578.768	11.246.004	2.975.205	2.729.570
Cassa	-8.600	-76.363	-144.594	-58.676
Crediti finanziari v.terzi	-276.668	-19.563	-19.100	-20.150
Totale	18.293.500	11.150.078	2.811.511	2.650.743

Dall'esame di tale prospetto emergono chiaramente gli effetti positivi della Manovra Finanziaria, divenuta operativa alla fine dell'esercizio 2022, i cui effetti, si sono prodotti a partire dall'esercizio 2023. Si riscontra pertanto, nel periodo esaminato, una riduzione dell'indebitamento finanziario netto di oltre 15 milioni di Euro.

Nel corso del primo trimestre 2024, si riscontra una diminuzione dei debiti finanziari vs terzi.

8. Metodologie di valutazione

La metodologia estimativa del capitale economico di un'azienda rappresenta l'insieme delle tecniche e degli strumenti attraverso cui si formula il giudizio di stima, ed è una procedura condizionata da elementi di carattere tecnico, temporale ed informativo che ne condizionano inevitabilmente il risultato. Perciò, il valore che si riscontrerà alla fine di questo processo razionale, logico e matematico deve essere considerato a tutti gli effetti

valido alla data in cui viene espresso, per le finalità secondo cui viene elaborato e in presenza di precise condizioni.

Il processo valutativo adottato tiene conto di diversi postulati quali quello della:

- razionalità: l'iter valutativo segue uno schema logico, ricostruibile basato su un fondamento teorico solido e rigoroso;
- obiettività: i dati utilizzati ai fini della valutazione sono da considerarsi certi e affidabili, in quanto fondati su criteri logici;
- neutralità: i rapporti tra analista e committente, sono da considerarsi a tutti gli effetti imparziali, intellettualmente "onesti" e liberi da conflitti di interesse;
- stabilità: nel senso che non si è tenuto conto di quei valori di natura straordinaria, sia da un punto di vista di logica contabile, sia in termini di caratteristiche strutturali del business.

I metodi valutativi suggeriti dalla dottrina possono essere ricondotti a due grandi categorie:

- a) metodi diretti o sintetici la cui valutazione viene effettuata in base ai prezzi di mercato di borsa o agli effettivi prezzi espressi dal mercato per azienda similari;
- b) i metodi indiretti che fondono i loro presupposti sul fatto che si giunge alla determinazione del valore del capitale economico attraverso la stima di grandezze stock, grandezze flusso o miste (flusso/stock).

I metodi diretti subiscono notevoli difficoltà applicative, associate a problemi di attendibilità del risultato ottenuto, sia per aziende quotate, che per le aziende che non lo sono. Ciò è dovuto al fatto che per le prime, la valorizzazione effettuata a prezzi di borsa tiene conto solo del flottante e non esprime, quindi, il valore della partecipazione di controllo, che per poter essere calcolato necessiterebbe di altre valutazioni o dovrebbe essere calcolato attraverso l'applicazione di un premio di maggioranza al valore del flottante in precedenza ottenuto.

Per le aziende non quotate l'applicazione dei metodi diretti implicherebbe che la valutazione venga effettuata tenendo conto dei prezzi pagati per aziende similari, il che diventa obiettivamente molto complicato e scarsamente attendibile, sia per le difficoltà intrinseche nell'entrare in possesso di tali informazioni, sia perché il prezzo di cessione è sempre frutto di negoziazioni tra le parti, oltre al fatto che le aziende possono essere simili ma ognuna di esse ha delle proprie peculiarità che non verrebbero in qualche modo valorizzate o solo in parte.

Per le sintetiche ragioni sopra esposte e per altre, qui volutamente non affrontate, in quanto ritenute meno significative, la dottrina e la prassi ritengono maggiormente attendibili i metodi indiretti, che possono essere ricondotti alle seguenti tipologie:

- 1) il metodo reddituale basato sui redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro;
- 2) il metodo patrimoniale basato sul valore patrimoniale corrente;
- 3) il metodo misto patrimoniale – reddituale e metodo Economic Profit basato sull'unione dei principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali;

- 4) il metodo dei flussi di cassa attualizzati o DCF – Discounted Cash Flow conosciuti anche come metodo finanziario che si basa sul ritorno atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro, dal momento attuale fino alla sua completa liquidazione.

8.a Metodo Reddituale

Il valore di un'azienda, di un ramo o di un bene, secondo il metodo reddituale, deriva unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Per determinare il reddito atteso, si tratta di definire una funzione di capitalizzazione, nel senso che la determinazione del valore attribuibile al capitale economico dell'impresa (Equity Value) si suppone, per ipotesi, formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa. La formula comunemente adottata corrisponde all'ipotesi di durata a tempo indefinito della vita dell'azienda e si esprime come segue:

$$\text{Equity Valute} = \frac{R}{i}$$

dove:

R = reddito netto medio - normale atteso;

i = tasso di capitalizzazione.

La definizione quantitativa del reddito medio normale atteso si può delineare attraverso le seguenti ipotesi di stima:

- supponendo la conservazione dei risultati consuntivi ottenuti in tempi recenti (metodo dei risultati storici);
- mediante la proiezione dei risultati storici nel futuro, in funzione del probabile comportamento di alcune variabili. Ad esempio: dimensione dell'attività svolta, livello dei prezzi unitari, grado di produttività del lavoro, incidenza di costi generali oppure di oneri finanziari, ecc. (metodo di proiezione dei risultati storici);
- assumendo i risultati economici espressi nel budget e nei piani aziendali per definiti periodi futuri (metodo dei risultati programmati);
- definendo nuove condizioni di gestione futura e valutandone le probabili conseguenze in termini di reddito (metodo dell'innovazione).

La scelta del tasso di capitalizzazione è un aspetto centrale di questo procedimento.

Il criterio generalmente preferito è quello del cosiddetto tasso – opportunità, che consiste nella scelta di un tasso equivalente al rendimento offerto da investimenti alternativi, a parità di rischio.

In alternativa, secondo il metodo reddituale nella versione cosiddetta "unlevered", il valore di un'azienda deriva dai redditi operativi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. In altre parole, il valore attribuibile al capitale investito operativo dell'impresa (Enterprise Value) si suppone formato dalla serie dei valori attuali dei redditi operativi futuri dell'impresa, netti del carico fiscale.

Il valore complessivo ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione e dell'ammontare del valore delle eventuali attività non

operative ("Surplus Assets") ottenendo così il valore del capitale economico ("Equity Value").

8.b Metodi patrimoniali

Il metodo patrimoniale può essere a sua volta suddiviso nelle tre seguenti metodologie valutative:

- i) il metodo patrimoniale semplice;
- ii) il metodo patrimoniale complesso;
- iii) il metodo misto patrimoniale reddituale.

8b.i Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice si fonda sul principio della sommatoria algebrica, a valori correnti, dei singoli elementi attivi e passivi che compongono il capitale dell'azienda.

L'attenzione deve essere posta sugli assets da valutare: mentre gli elementi passivi sono sempre tutti considerati, gli elementi attivi sono differenzialmente trattati, in quanto sono presi in considerazione gli elementi attivi dotati di materialità, mentre atteggiamenti diversi si riscontrano nei confronti dei beni immateriali.

Il metodo patrimoniale assume, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio, così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio netto viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con esclusione degli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci.

Al patrimonio netto contabile di cui sopra vengono apportate quantomeno le seguenti rettifiche:

- rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili;
- rettifiche necessarie per recepire eventuali minusvalenze/plusvalenze emergenti su specifiche poste dell'attivo (al netto dell'effetto fiscale).

8b.ii Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso si basa sul presupposto che i beni intangibili, quali la tecnologia, la formazione del personale ed il know how, i marchi, il portafoglio prodotti, la clientela, abbiano spesso un peso decisivo nel determinare il reale valore complessivo dell'impresa.

I suddetti elementi immateriali sono sovente fenomeni che in parte si sovrappongono e, quindi, è più agevole comprenderli in un unico valore. Il presupposto necessario ed ineliminabile per attribuire un valore a tali beni intangibili è la capacità reddituale dell'impresa.

Al patrimonio netto contabile, rettificato come nel caso dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice, viene sommato il valore attribuibile ai beni immateriali individuati.

8b.iii Il metodo misto patrimoniale – reddituale

Un metodo diffuso di stima per aziende o i rami (soprattutto industriali) è il metodo misto patrimoniale - reddituale. Sua caratteristica essenziale è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il metodo in questione è idoneo a identificare, attraverso una stima autonoma, il goodwill o avviamento. Questo procedimento gode, anche a livello internazionale, di ampio credito.

La formula comunemente adottata è così rappresentata (secondo l'approccio cosiddetto equity side):

$$\text{Equity Value} = K + \sum_{i=1}^n \frac{(R_i - r \times K)}{(1 + k_e)^i}$$

Dove:

K = capitale netto rettificato

Ke = costo del capitale proprio (tasso di attualizzazione del sovra - reddito)

R = reddito netto atteso per il futuro;

r = tasso di rendimento normale del tipo d'investimento considerato;

n= numero definito e limitato di anni

8.c Metodo finanziario

Il metodo finanziario stima il valore dell'azienda, in funzione della capacità futura di generare flussi di cassa. In questa prospettiva, dunque, il capitale d'azienda assume valore, in quanto in grado di conseguire risultati idonei a remunerare congruamente tutti i fattori produttivi impiegati, incluse le risorse finanziarie necessarie a sostenere l'attività aziendale.

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow – DCF) si ispira al concetto generale che il valore di un'azienda, di un ramo o di un bene sia pari al valore attualizzato dei due seguenti elementi:

- i. flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro l'orizzonte di previsione;
- ii. valore residuo, cioè il valore del complesso aziendale derivante dal periodo al di là dell'orizzonte di previsione.

Nell'approccio che considera i flussi operativi (approccio unlevered), al fine di ottenere il valore economico del capitale investito operativo (Enterprise Value), i flussi di cassa

considerati sono i Free Cash Flow operativi (FCF), i quali vengono scontati secondo il tasso di attualizzazione WACC (Weighted Average Cost of Capital).

Il valore così ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione ottenendo così il valore del capitale economico (Equity Value).

La formula generale in base alla quale si procede alla determinazione del valore del capitale economico dell'azienda è così rappresentabile:

$$\text{Equity Value} = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + TV - PFN$$

Dove:

FCF = free cash flow, o flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa;

WACC = costo medio ponderato del capitale;

n = periodo di previsione esplicita;

TV = valore attuale del valore residuo (Terminal Value), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte di previsione esplicita;

PFN = Posizione finanziaria netta, la quale esprime il valore della differenza tra la corrispondente posizione debitoria e la liquidità immediata.

Il costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital - WACC) è determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi, al netto degli effetti fiscali. Il WACC è calcolato sulla base della formula indicata nella seguente tabella.

TAB 15: FORMULA DI CALCOLO DEL WACC

Calcolo del WACC

Il fattore di sconto è determinato ipotizzando che i flussi manifestino a metà di ogni anno

il tasso di sconto è calcolato con la seguente formula:

$$\mathbf{WACC = C * (1-t) * D + K_e * E}$$

Dove:

C = costo del denaro per l'impresa in esame, nel momento in cui la sua struttura finanziaria fosse quella ideale

t = aliquota marginale d'imposta

D = percentuale di debito nella struttura finanziaria ideale dell'impresa in esame (100% - E)

E = percentuale di capitale nella struttura finanziaria ideale dell'impresa in esame

$$\mathbf{K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)}$$

R_f = rendimento delle attività senza rischio

R_m = rendimento teorico di mercato atteso da un portafoglio di titoli rischiosi

β = fattore di rischio specifico dell'attività in esame

T = tasso di sconto (WACC)

9. Scelta del metodo di valutazione

La scelta del metodo di valutazione più congruo da utilizzare è necessariamente condizionata dall'oggetto della valutazione, dalla normativa di riferimento e dalla finalità della Valutazione.

L'art. 2431 del c.c. definisce il sovrapprezzo l'eccedenza del prezzo di emissione rispetto al valore nominale ed ha lo scopo di non alterare i diritti amministrativi e patrimoniali dei soci esistenti.

La dottrina maggioritaria ritiene che il sovrapprezzo rappresenti il valore di avviamento proprio della società, ovvero il plusvalore risultante dalla differenza tra valore di libro e valore di mercato della stessa.

Il Codice Civile non detta un criterio prestabilito per la valutazione del valore di mercato dell'azienda. La prassi, per tale tipo di valutazione, tende a far riferimento ai dettami riportati nel primo comma dell'art. 2437-ter in tema di recesso del socio, ovvero, il valore è determinato "tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni". Alla luce di queste considerazioni, la dottrina propende, quindi, a valutare il valore del capitale economico facendo riferimento al patrimonio netto rettificato e alle prospettive reddituali dell'azienda.

Ciò posto, l'individuazione della metodologia valutativa è lasciata alla libera discrezionalità dell'esperto in relazione alle caratteristiche della società e delle attività coinvolte nell'operazione e degli obiettivi della valutazione stessa. In questo contesto, la Perizia deve determinare l'Equity Value delle Società finalizzato alla quantificazione del valore del sovrapprezzo in una potenziale operazione di aumento di capitale da eseguirsi mediante conferimenti in natura. Sulla base di queste condizioni la generale prassi valutativa ritiene che sia necessario adottare metodi omogenei che consentano di verificare i criteri applicati.

Questa logica restringe fortemente il campo delle metodologie da utilizzare. Infatti, alcuni criteri, come quello suggerito dalla dottrina civilistica - metodo misto patrimoniale-reddituale- non è applicabile a tale contesto, in quanto, non solo non è stata messa a disposizione dello scrivente una perizia aggiornata dei valori mobiliari e immobiliari, ma in virtù delle caratteristiche delle Società e del mercato di riferimento non offrirebbe sufficienti garanzie in termini di omogeneità e comparabilità del risultato finale. Inoltre, oltre a ciò, l'Esperto, nella sua scelta, deve muoversi in un contesto di ragionevole certezza, ovvero deve poter contare su una base dati che ritiene, benché oggetto di verifiche, "attendibile" e comparabile.

Lo scrivente, essendo stato posto nelle condizioni di poter prendere in considerazione ai fini della Valutazione il Business Plan messo a disposizione dalla Società, ed essendo questa base dati, utilizzata, in modo sistematico, dalla stessa Società e per diverse finalità tra cui la Manovra Finanziaria (in occasione della quale il Business Plan è stato oggetto di independent business review ed asseverazione), ed anche per l'elaborazione dell'impairment test richiesto per la predisposizione del bilancio consolidato della Controllante, ha ritenuto, anche in astratto, che le informazioni in esso contenute fossero in grado di permettere di ottenere un risultato di Perizia attendibile e numericamente riscontrato nel processo logico. Inoltre, data la presenza della società di revisione tenuta a

vigilare sulla correttezza delle elaborazioni svolte in sede di redazione del bilancio annuale, e in virtù del fatto che tale base dati costituisce, per così dire, le fondamenta del metodo, che meglio di altri, in virtù della finalità della Perizia, delle caratteristiche proprie della Società e del mercato di riferimento è in grado di fornire dati credibili, confrontabili, affidabili, coerenti, efficienti e continui, ritiene che il metodo più idoneo da utilizzare ai fini della Perizia sia quello che mette in correlazione il valore aziendale alla capacità di produrre un livello di flussi di cassa adeguato a soddisfare le aspettative di remunerazione di un investitore.

Il metodo di valutazione ritenuto dalla prassi, dalla dottrina e dai principi contabili internazionali IAS/IFRS più corretto, in un contesto di questo tipo, è il metodo finanziario noto come Discounted Cash Flow.

Ai fini dell'applicazione di tale metodologia valutativa, si procederà pertanto nel modo seguente:

- individuazione dei Free Cash Flow derivanti dal business plan della Società dalla stessa predisposto;
- determinazione del tasso di sconto WACC;
- attualizzazione dei Free Cash Flow della Società per un periodo temporale fino al 2027;
- determinazione del terminal value della Società;
- individuazione della PFN della Società al 31/12/2023;
- valutazione della Società quale sommatoria dei flussi attualizzati, del Terminal Value, e della PFN.

10. Determinazione del tasso di attualizzazione (WACC)

Al fine di attualizzare i free cash flow della Società si è proceduto a determinare il tasso di attualizzazione (WACC), a tal fine lo scrivente ha utilizzato i dati rinvenuti dalla banca dati elaborata dal Prof. Damodaran* che risulta ampiamente utilizzata per prassi valutative, in quanto consente di eseguire un'analisi per industria di appartenenza nonché per area geografica. Nell'analisi in questione, pertanto sono stati presi a riferimento i dati pubblicati a gennaio 2024 (informazioni più recenti disponibili) per le aziende Europee appartenenti al settore Publishing and Newspapers (settore nel quale viene inclusa anche la Controllante).

*Aswath Damodaran è professore di finanza presso la Stern School of Business della New York University, dove insegna finanza aziendale e valutazione azionaria. È noto e famoso come autore di numerosi testi accademici ampiamente utilizzati in materia di valutazione, finanza aziendale e gestione degli investimenti. Damodaran è ampiamente citato in materia di valutazione, con "una grande reputazione come insegnante e autorità". È anche ampiamente pubblicato su importanti riviste di finanza, tra cui The Journal of Financial and Quantitative Analysis, The Journal of Finance, The Journal of Financial Economics e Review of Financial Studies. Damodaran ha realizzato una banca dati costantemente aggiornata ampiamente utilizzata per le valutazioni.



Sulla base di tali informazioni è stato possibile stimare il tasso WACC che ammonta a circa l'8,4% come indicato nella tabella successiva. In particolare, tale tasso di attualizzazione è stato determinato sulla base dei seguenti elementi:

- i. un costo del denaro di mercato stimato pari al 5%
- ii. un'aliquota di imposta pari al 24%, corrispondente all'aliquota IRES
- iii. un rapporto tra Debito ed Equity del 25% (e quindi Debito 20% Equity 80%)
- iv. un fattore β pari a circa 0,8 (reperito dalla banca dati redatta dal prof. Damodaran*)
- v. un rendimento delle attività prive di rischio pari al 3,5% (quale media del tasso di interesse per l'esercizio 2023 dei titoli di stato pluriennali italiani – Fonte MEF)
- vi. un rendimento atteso per un portafoglio di titoli rischiosi pari al 7,0% (corrispondente alla media tra i dati reperiti dalla banca dati redatta dal prof. Damodaran* e la rendita media del 2023 dei principali titoli azionari italiani)
- vii. il Firm Specific Risk Premium (FSRP) pari al 3,3% quale sommatoria del rischio paese, di rischi generali legati all'attuale contesto geopolitico internazionale, ed a rischi specifici del business e quale elemento di ponderazione delle previsioni di Business Plan.

TAB 16: CALCOLO TASSO DI ATTUALIZZAZIONE DELLA SOCIETA' METODO DEL WACC

Calcolo del WACC

Il fattore di sconto è determinato ipotizzando che i flussi manifestino a metà di ogni anno

il tasso di sconto è calcolato con la seguente formula:

$$\text{WACC} = C \cdot (1-t) \cdot D + K_e \cdot E$$

Dove:

C = costo del denaro per l'impresa in esame, nel momento in cui la sua struttura finanziaria fosse quella ideale

5,0%

t = aliquota marginale d'imposta

24,0%

D = percentuale di debito nella struttura finanziaria ideale dell'impresa in esame (100% - E)

20,0%

E = percentuale di capitale nella struttura finanziaria ideale dell'impresa in esame

80,0%

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \text{FSRP}$$

9,5%

FSRP = Firm Specific Risk Premium premio aggiuntivo

3,3%

R_f = rendimento delle attività senza rischio

3,5%

R_m = rendimento teorico di mercato atteso da un portafoglio di titoli rischiosi

7,0%

β = fattore di rischio specifico dell'attività in esame

0,8

T = tasso di sconto (WACC)

8,4%

La metodologia utilizzata e rappresentata in precedenza ai fini del calcolo del tasso WACC è stata raffrontata con la metodologia ed i relativi risultati indicati nella Relazione WACC. Da tale analisi è emerso che nella Relazione WACC il calcolo dell'indice K_e è stato determinato tramite l'utilizzo di dati diversi, dovuto principalmente all'utilizzo di una diversa banca dati rispetto quella utilizzata dallo scrivente in questa sede. La diversa imputazione di altre determinanti del tasso WACC, fanno tuttavia sostanzialmente collimare il risultato finale del tasso di sconto determinato dallo scrivente con quello calcolato nella Relazione WACC.

11. Business Plan della Società

Si riportano di seguito le tabelle economico e patrimoniali consuntive 2023 e del Business Plan relativo al quadriennio 2024 – 2027 elaborato dalla Società, utilizzato quale base per l'elaborazione della Valutazione della Società e quindi del suo Equity Value.

Le informazioni inerenti il 2023, sono state riclassificate in modo coerente rispetto al Business Plan, affinché la rilevazione dei flussi di cassa 2024 di Business Plan risultasse allineata con l'effettiva movimentazione delle poste patrimoniali tra gli esercizi 2023 e 2024, ed in modo che vi sia corrispondenza nelle previsioni di incassi/pagamenti rilevate tra i flussi unlevered (FCFF), ed i flussi levered, così da fornire una corretta rappresentazione ai fini della Valutazione. A tal proposito si segnalano in particolare:

- che l'ammontare delle partecipazioni viene riclassificato, spostando il valore della partecipazione nella Controllata tra le immobilizzazioni immateriali, inoltre il relativo valore viene rettificato per risultare corrispondente al valore delle testate di proprietà così come considerato nel Business Plan;
- una rettifica di modesto ammontare all'ammontare del capitale circolante netto, al fine di renderlo coerente con i dati di Business Plan;
- tali rettifiche alle partecipazioni ed al capitale circolante netto, comportano una pari rettifica all'ammontare delle riserve (comprese nella voce di patrimonio netto).

La Società ha rappresentato allo scrivente che il Business Plan considera una crescita più contenuta nei primi due anni di piano rispetto a quanto originariamente approvato dalla Società, in considerazione anche del mutato contesto geopolitico, che viene recuperata negli ultimi due anni di previsione, i quali hanno quindi un tasso di crescita maggiore rispetto al piano originario. Lo scrivente ha ritenuto opportuno prendere in considerazione ai fini della Valutazione, il Business Plan aggiornato fornito dalla Società, senza entrare nel merito delle relative assumption e metodologia di redazione, in quanto attività non rientrante nell'ambito dell'incarico conferitogli.

Dall'analisi del Business Plan, si evidenzia un incremento dei ricavi con un conseguente miglioramento progressivo dell'Ebitda. A livello patrimoniale si evidenzia:

- i. un decremento delle immobilizzazioni materiali per effetto di ammortamenti e svalutazioni;
- ii. un incremento del capitale circolante netto derivante principalmente dall'incremento degli altri crediti;
- iii. un azzeramento dei debiti finanziari verso terzi al 2026 (debiti che fanno riferimento all'applicazione del principio IFRS 16);
- iv. un progressivo incremento dei crediti finanziari.



TAB 17: CONTO ECONOMICO E STATO PATRIMONIALE PREVISIONALE DELLA SOCIETA'

Dati in migliaia di Euro

BP MILANO FINANZA - CE	2023A	2024	2025	2026	2027
Ricavi terzi	21.377	23.556	25.202	27.435	28.698
Altri Ricavi e Proventi	417	729	729	729	729
Totale ricavi	21.794	24.285	25.932	28.164	29.427
Costi per acquisti	-734	-618	-593	-570	-546
Costi per servizi esterni	-16.145	-16.163	-16.844	-17.742	-18.388
Stipendi e compensi	-2.332	-2.631	-3.029	-3.316	-3.382
Altre spese generali	-75	-76	-76	-76	-76
Totale costi	-19.286	-19.487	-20.542	-21.703	-22.392
Ebitda	2.508	4.798	5.389	6.461	7.036
Ebitda %	11,5%	19,8%	20,8%	22,9%	23,9%
Proventi/(Oneri) non ordinari	1.437	0	0	0	0
Ammortamenti & Svalutazioni	-1.376	-1.450	-1.434	-780	-127
Proventi/(Oneri) finanziari Netti	-200	-396	-264	-141	-19
Risultato ante imposte	2.369	2.952	3.691	5.540	6.890
Imposte	-438	-872	-1.078	-1.593	-1.967
Risultato Netto	1.931	2.080	2.613	3.947	4.923

Dati in migliaia di Euro

BP MILANO FINANZA - SP	2023A	2024	2025	2026	2027
Immobilizzazioni immateriali	3.183	3.172	3.169	3.165	3.162
Immobilizzazioni materiali	3.360	2.006	692	32	24
Immobilizzazioni finanziari	505	505	505	505	505
Totale immobilizzazioni	7.048	5.683	4.366	3.702	3.691
Rimanenze magazzino	56	56	56	56	56
Crediti verso clienti	21.089	21.034	21.011	21.046	21.027
Altri crediti (ratei e risconti)	4.294	4.863	5.368	6.246	6.774
Debiti verso fornitori	-20.440	-20.287	-20.089	-20.025	-20.070
Altri debiti	-6.502	-6.120	-5.968	-6.588	-6.837
Totale CCN	-1.503	-454	378	736	951
Altri fondi	-410	-410	-410	-410	-410
TFR	-268	-407	-568	-743	-922
Totale fondi	-678	-817	-978	-1.153	-1.332
Totale capitale investito netto	4.867	4.412	3.766	3.285	3.310
Capitale netto	292	292	292	292	292
Riserve	-104	-168	1.764	3.844	6.457
Utile portato a nuovo	-63	1.932	2.080	2.613	3.947
Utile d'esercizio	1.931	2.080	2.613	3.947	4.923
Patrimonio netto	2.056	4.136	6.749	10.696	15.619
Debiti finanziari	2.975	1.766	601	0	0
Cassa	-145	-472	-1.567	-2.395	-4.295
Crediti finanziari	-19	-1.018	-2.017	-5.016	-8.015
Indebitamento finanziario netto	2.812	276	-2.983	-7.411	-12.310
Totale passivo	4.867	4.412	3.766	3.285	3.310

La Società ha proceduto alla elaborazione dei flussi di cassa prospettici conseguenti all'evoluzione del conto economico ed alla movimentazione dello stato patrimoniale di Business Plan, i quali sono stati suddivisi tra flussi unlevered (FCFF), i quali saranno utilizzati alla base della Valutazione con il metodo del Discounted Cash Flow, ed i flussi levered complessivi, come riportato nella seguente tabella.

TAB 18: CALCOLO FLUSSI DI CASSA

Dati in migliaia di Euro

Flussi di cassa	2023A	2024	2025	2026	2027
Ebitda		4.798	5.389	6.461	7.036
Imposte		-872	-1.078	-1.593	-1.967
CAPEX		-85	-116	-116	-116
Variazione Immobilizzazioni finanziarie		0	0	0	0
Variazione CCN		-1.049	-832	-358	-215
Proventi/(Oneri) non ordinari		0	0	0	0
Flusso di cassa unlevered (FCFF)		2.792	3.364	4.394	4.738
Variazione fondi		139	160	175	179
Variazione PN		0	0	0	0
Proventi/(Oneri) finanziari Netti		-396	-264	-141	-19
Variazione crediti finanziari		-999	-999	-2.999	-2.999
Rimborso debito		-1.209	-1.165	-601	0
Flusso di cassa netto levered		327	1.095	829	1.899
Cassa	145	472	1.567	2.395	4.295

12. Valutazione della Società

Il flusso di cassa unlevered (FCFF) è stato rettificato per l'ammontare dei costi inerenti all'applicazione del principio IFRS 16, e pertanto si è successivamente proceduto a rettificare in modo coerente la posizione finanziaria netta, non essendo tali valori un effettivo debito, ma la contabilizzazione di un debito inerente contratti a valenza pluriennale e riferiti in particolare all'affitto della immobile presso cui ha sede la Società.

Ai fini della Valutazione dell'Equity Value della Società, si è proceduto ad aggiornare i flussi di cassa unlevered rettificati. Il tasso di attualizzazione utilizzato è stato calcolato attraverso la formula $1/(1+WACC)$ al tempo t sulla base del tasso WACC pari a circa l'8,4% così come calcolato nella seguente tabella ove si riporta il procedimento di attualizzazione dei flussi di cassa unlevered, il cui valore cumulato complessivo del periodo in considerazione ammonta a circa 9,1 milioni di Euro.

TAB 19: ATTUALIZZAZIONE DEI FLUSSI DI CASSA

Dati in migliaia di Euro

Attualizzazione flussi di cassa, metodo del DCF	2023	2024	2025	2026	2027
Flusso di cassa unlevered (FCFF) con applicazione IFRS16		2.792	3.364	4.394	4.738
Rettifica IFRS 16		-1.100	-1.100	-1.100	-1.100
Flusso di cassa unlevered (FCFF) in rettifica al principio IFRS16		1.692	2.264	3.294	3.638
Tempo		0,5	1,5	2,5	3,5
Fattore di sconto		0,96	0,89	0,82	0,76
Flusso di cassa annuo scontato		1.625	2.007	2.696	2.748
Flusso di cassa annuo scontato e cumulato		1.625	3.632	6.328	9.076

Successivamente al calcolo dei flussi di cassa unlevered si è proceduto a calcolare il valore terminale della Società, che non è altro che il valore attuale del valore residuo (Terminal Value), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte temporale considerato nel business plan ed oggetto di attualizzazione dei flussi di cassa unlevered.

A tal fine si è dapprima proceduto a normalizzare il flusso di cassa unlevered eseguendo una media dei valori degli ultimi 3 anni del Business Plan, e rettificando le variazioni del capitale circolante netto, come illustrato nelle precedenti tabelle. In tale scenario si è inoltre stimato l'impatto economico (pari a circa 1,1 milioni di Euro) dei contratti pluriennali in rettifica del principio IFRS 16, ipotizzando (in modo coerente con le assumption di Business Plan) il rinnovo di tali contratti in scadenza nel 2026. Determinando così un flusso di cassa unlevered rettificato e normalizzato da utilizzarsi ai fini del calcolo del terminal value pari a circa 3,5 milioni di Euro, come determinato nella seguente tabella.

TAB 20: DETERMINAZIONE DEL FLUSSO DI CASSA NORMALIZZATO AI FINI DEL CALCOLO DEL TERMINAL VALUE

Dati in migliaia di Euro

Normalizzazione del flusso di cassa ai fini del valore terminale	Terminal Value
Ebitda	6.295
Variazione fondi	0
Imposte	-1.546
CAPEX	-116
Variazione Immobilizzazioni finanziarie	0
Variazione CCN	0
Variazione CCN Intercompany	0
Proventi/(Oneri) non ordinari	0
Flusso di cassa unlevered (FCFF)	4.633
Rettifica IFRS 16	-1.100
Flusso di cassa unlevered (FCFF) in rettifica al principio IFRS16	3.533

Si è successivamente ipotizzata una crescita dei flussi di cassa unlevered successivi all'orizzonte temporale considerato nel business plan ad un tasso (g) pari a 1,5% (valore prudenziale rispetto le ipotesi di Business Plan che prevedono una crescita annuale aggregata -CAGR- dei ricavi di circa il 9% e dei flussi di cassa unlevered di circa il 19%, e coerente con le proiezioni di crescita del mercato). Si è pertanto proceduto ad attualizzare il flusso di cassa unlevered normalizzato e rettificato calcolato ai fini dell'elaborazione del terminal value applicando la formula della rendita perpetua FCF/r , dove (r) rappresenta il tasso di sconto WACC pari a circa l'8,4%. Si è quindi ottenuto un valore del Terminal Value pari a circa 52,3 milioni di Euro, il quale è stato a sua volta attualizzato al tempo zero, determinando un ammontare del Terminal Value attualizzato di circa 39,5 milioni di Euro come evidenziato nella seguente tabella.

TAB 21: CALCOLO DEL VALORE TERMINALE

Dati in migliaia di Euro

Calcolo del valore terminale	Terminal Value
Il valore terminale è determinato con riferimento a una data posteriore di sei mesi al termine dell'orizzonte di previsione	
La formula utilizzata, che presuppone una crescita a tassi costanti dei flussi di cassa generati dall'impresa, è:	
$VT = F (1+G) / (T - G)$	
F = flusso di cassa a regime (media ultimi 3 anni Piano)	3.533
T = tasso di sconto (WACC)	8,4%
G = tasso di crescita dei flussi	1,5%
VT = valore terminale	52.353
Fattore di sconto VT	0,76
VT attualizzato	39.540

L'Enterprise Value della Società ammonta quindi a circa 48,6 milioni di Euro quale sommatoria dell'attualizzazione dei flussi di cassa considerati nel business plan e pari a circa 9,1 milioni di Euro, e del Terminal Value attualizzato pari a circa 39,5 milioni di Euro.

TAB. 22: DETERMINAZIONE DELL'ENTERPRISE VALUE

Dati in migliaia di Euro

Determinazione dell'Enterprise Value	EV
Flussi di cassa annui scontati e cumulati 2024-2027	9.076
Valore Terminale attualizzato al 2024	39.540
Valutazione dell'attività operativa (Enterprise Value)	48.616

Ai fini del calcolo dell'Equity Value si è proceduto a detrarre dall'Enterprise Value, la posizione finanziaria netta della Società pari a circa 2,8 milioni di Euro, che è stata rettificata prudenzialmente in incremento per l'importo del debito per TFR, dei debiti fiscali scaduti, e degli altri debiti finanziari, ed in decremento per il debito derivante dai contratti pluriennali e quindi in rettifica del principio IFRS 16 determinando quindi un ammontare della posizione finanziaria netta rettificata pari a circa 3,5 milioni di Euro come evidenziato nella seguente tabella

TAB. 23: CALCOLO POSIZIONE FINANZIARIA NETTA RETTIFICATA

Dati in migliaia di Euro

Rettifiche alla posizione finanziaria netta	
PFN 2023	2.812
Fondo TFR	268
Debiti fiscali scaduti + altri debiti finanziari	3.322
Rettifica IFRS 16	-2.849
PFN rettificata	3.552

Conseguentemente si è ottenuto un ammontare dell'Equity Value della Società pari a circa 45,1 milioni di Euro come evidenziato nella seguente tabella.

TAB. 24: VALUTAZIONE DEL CAPITALE ECONOMICO

Dati in migliaia di Euro

Valutazione metodo del DCF	Equity Value
Flussi di cassa annui scontati e cumulati 2024-2027	9.076
Valore Terminale attualizzato al 2024	39.540
Valutazione dell'attività operativa (Enterprise Value)	48.616
PFN rettificata	3.552
Equity Value	45.063

Le informazioni utilizzate alla base della Valutazione considerano dati prospettici basati su ipotesi di eventi futuri recepiti nel Business Plan, caratterizzati da elementi di stima e di incertezza che potrebbero comportare il rischio che gli eventi previsti non si verifichino o che si verifichino in misura e in tempi diversi da quelli ipotizzati, oppure che si manifestino, per contro, eventi non prevedibili al momento in cui è stata fatta la presente Valutazione, sono inoltre presi in considerazione tassi di mercato, che seppur accurati, presentano elementi di incertezza; pertanto eventuali variazioni di mercato, variazioni del contesto geopolitico, ovvero più in generale variazioni del contesto di riferimento in cui opera la Società ed il Gruppo Class, potrebbero avere impatti -anche significativi- sulle previsioni di Business Plan, nonché sui tassi utilizzati alla base della Valutazione, e comportare pertanto degli impatti sul valore risultante dalla Valutazione.

Il valore del capitale economico (Equity Value) discendente dalla valutazione con il metodo del DCF ammonta a circa 45,1 milioni di Euro. A tale valore va aggiunto il valore dei così detti "surplus assets" ovvero quelle attività detenute della società oggetto di valutazione, ma che non contribuiscono alla generazione dei flussi di cassa considerati alla base del modello di valutazione con il DCF (quali ad esempio immobili di proprietà non utilizzati in proprio e non affittati a terzi, ma che rappresentano un valore). Nel caso di specie, il surplus asset potrebbe essere rappresentato dalle Partecipazioni, a tal proposito si rileva che la partecipazione maggiormente rilevante è quella detenuta nella Controllata, la quale tuttavia non avendo un'attività operativa, non genera neanche flussi di cassa, in quanto detiene in modo statico i marchi MF e Milano Finanza, i quali sono utilizzati invece dalla Società per la generazione dei propri ricavi. La Controllata, quindi, non sviluppa un business proprio ed indipendente da valutare, e non rappresenta neanche un surplus asset in quanto i marchi di sua proprietà sono già utilizzati nell'ambito del business della Società e quindi la relativa valorizzazione rientra nel perimetro del Business Plan utilizzato alla base della Valutazione. Le altre Partecipazioni hanno un valore residuale (sia per loro volume di business, sia per la quota di partecipazioni di possesso), e pertanto -anche ai fini prudenziali- non risulta opportuno valorizzarle come un surplus asset.

Per quanto riguarda la partecipata MF Next Equity si segnala che al termine delle attività di sviluppo che consentirebbero l'avvio delle attività operative, tale partecipata, potrà generare un valore incrementale che impatterebbe positivamente sul valore dell'Enterprise Value della Società. La Società riporta infatti nel suo bilancio d'esercizio: "*si osserva come*

la partecipata sia ancora in fase di avvio delle attività e che è in corso di ottenimento da Consob una nuova e più aggiornata autorizzazione ad operare, sulla base della direttiva europea sul crowdfunding e che, una volta ottenuta, ne aumenterà significativamente il valore.”

13. Il metodo di controllo – metodo dei multipli

Al fine di verificare la correttezza della Valutazione, è prassi verificare la coerenza del valore determinato dalla metodologia prescelta (in questo caso il DCF) con un metodo di controllo, per il quale si è scelto di utilizzare il metodo dei multipli dell'Ebitda.

Si è pertanto proceduto dapprima a selezionare il multiplo, per il quale si è preso a riferimento il valore individuato dalla banca dati elaborata dal prof. Damodaran* per il settore Publishing & Newspaper per il mercato Europeo (lo stesso settore utilizzato per il fattore β nel calcolo del WACC) che evidenzia un moltiplicatore pari a 9,67x. Successivamente si è provveduto a determinare l'Ebitda a regime come media degli Ebitda degli ultimi 3 anni del Business Plan (stessa metodologia utilizzata per il flusso di cassa utilizzati al fine del calcolo del Terminal Value), ed a detrarre i costi relativi all'impatto economico (pari a circa 1,1 milioni di Euro) dei contratti pluriennali in rettifica quindi al principio IFRS 16. Tali elementi determinano un Enterprise Value di circa 50,2 milioni di Euro. Ai fini del calcolo dell'Equity Value si è proceduto a detrarre dall'Enterprise Value, la posizione finanziaria netta rettificata pari a circa 3,5 milioni di Euro come precedentemente calcolata ai fini della Valutazione con il metodo del DCF.

Si è quindi ottenuto un ammontare dell'Equity Value della pari a circa 46,7 milioni di Euro come evidenziato nella seguente tabella.

TAB. 25: METODO DI CONTROLLO - VALUTAZIONE CON IL METODO DEI MULTIPLI DELL'EBITDA

Dati in migliaia di Euro

Valutazione metodo dei multipli	
Ebitda a regime (media ultimi 3 anni Piano)	6.295
Rettifica IFRS 16	-1.100
Ebitda 2023 (in rettificata al principio IFRS16)	5.195
Multiplo EV/Ebitda (Publishing & Newspaper Europe)	9,7
Valutazione dell'attività operativa (Enterprise Value)	50.237
PFN rettificata	3.552
Equity Value	46.685

Il raffronto con il metodo di valutazione prescelto (il DCF) evidenzia un valore coerente seppur marginalmente maggiore, confermando quindi la correttezza e coerenza del metodo di valutazione prescelto.

14. Analisi di sensitività e stress test

Al fine di rappresentare gli impatti sulla Valutazione al variare di alcuni fattori sono state eseguite le seguenti analisi:

- a) Stress test del Business Plan;
- b) Analisi di sensitività al tasso WACC;
- c) Analisi di sensitività al multiplo dell'Ebitda.

14.a Stress test del Business Plan

È stato eseguito uno stress test sul Business Plan con impatto sia economico che patrimoniale, i quali hanno entrambi impatto sui flussi di cassa.

14.a.i Lo stress test economico

L'analisi ha riguardato:

1. un decremento del fatturato, ed una proporzionale riduzione dei costi per servizi esterni, in quanto si ritiene possa essere direttamente correlato all'andamento del fatturato;
2. un incremento del costo per servizi esterni in quanto rappresenta la voce di costo maggiormente rilevante e per la quale nel periodo di previsione è prevista una progressiva minor incidenza percentuale (probabilmente a seguito di economie di scala).

Non si è ritenuto necessario eseguire delle analisi di stress sulle altre voci di costo in quanto l'unica altra voce di costo significativa riguarda il costo del personale per il quale nel Business Plan si prevede già un iniziale incremento ed una sua successiva sostanziale stabilizzazione.

1. Stress test sui ricavi

Si è proceduto a sottoporre a stress la voce dei ricavi da terzi, con una progressiva riduzione fino al 3% rispetto alle previsioni di Business Plan.

Si riportano di seguito le tabelle di conto economico, stato patrimoniale e flussi di cassa risultanti dall'applicazione di tale stress test.



TAB. 26: STRESS TEST SUI RICAVI

BP MILANO FINANZA - CE	2023A	2024	2025	2026	2027
<i>Sensitivity</i>		-1,5%	-2,0%	-3,0%	-3,0%
Ricavi terzi	21.377	23.203	24.698	26.612	27.837
Altri Ricavi e Proventi	417	729	729	729	729
Totale ricavi	21.794	23.932	25.428	27.341	28.566
Costi per acquisti	-734	-618	-593	-570	-546
<i>Sensitivity</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Costi per servizi esterni	-16.145	-15.928	-16.517	-17.224	-17.850
<i>Sensitivity</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stipendi e compensi	-2.332	-2.631	-3.029	-3.316	-3.382
Altre spese generali	-75	-76	-76	-76	-76
Totale costi	-19.286	-19.252	-20.215	-21.185	-21.854
Ebitda	2.508	4.679	5.213	6.156	6.713
Ebitda %	11,5%	19,6%	20,5%	22,5%	23,5%
Proventi/(Oneri) non ordinari	1.437	0	0	0	0
Ammortamenti & Svalutazioni	-1.376	-1.450	-1.434	-780	-127
Proventi/(Oneri) finanziari Netti	-200	-396	-264	-141	-19
Risultato ante imposte	2.369	2.833	3.514	5.235	6.567
Imposte	-438	-837	-1.026	-1.506	-1.874
Risultato Netto	1.931	1.997	2.488	3.730	4.693

Dati in migliaia di Euro

BP MILANO FINANZA - SP	2023A	2024	2025	2026	2027
Immobilizzazioni immateriali	3.183	3.172	3.169	3.165	3.162
Immobilizzazioni materiali	3.360	2.006	692	32	24
Immobilizzazioni finanziarie	505	505	505	505	505
Totale immobilizzazioni	7.048	5.683	4.366	3.702	3.691
Rimanenze magazzino	56	56	56	56	56
<i>Sensitivity gg incasso</i>		0	0	0	0
Crediti verso clienti	21.089	21.034	21.011	21.046	21.027
Altri crediti (ratei e risconti)	4.294	4.863	5.368	6.246	6.774
<i>Sensitivity gg pagamento</i>		0	0	0	0
Debiti verso fornitori	-20.440	-20.287	-20.089	-20.025	-20.070
Altri debiti	-6.502	-6.120	-5.968	-6.588	-6.837
Totale CCN	-1.503	-454	378	736	951
Altri fondi	-410	-410	-410	-410	-410
TFR	-268	-407	-568	-743	-922
Totale fondi	-678	-817	-978	-1.153	-1.332
Totale capitale investito netto	4.867	4.412	3.766	3.285	3.310
Capitale netto	292	292	292	292	292
Riserve	-104	-168	1.764	3.761	6.249
Utile portato a nuovo	-63	1.932	1.997	2.488	3.730
Utile d'esercizio	1.931	1.997	2.488	3.730	4.693
Patrimonio netto	2.056	4.053	6.541	10.271	14.963
Debiti finanziari	2.975	1.766	601	0	0
Cassa	-145	-388	-1.359	-1.970	-3.639
Crediti finanziari	-19	-1.018	-2.017	-5.016	-8.015
Indebitamento finanziario netto	2.812	360	-2.775	-6.986	-11.654
Totale passivo	4.867	4.412	3.766	3.285	3.310

Dati in migliaia di Euro

Flussi di cassa	2023A	2024	2025	2026	2027	TV
Ebitda		4.679	5.213	6.156	6.713	6.027
Imposte		-837	-1.026	-1.506	-1.874	-1.469
CAPEX		-85	-116	-116	-116	-116
Variazione Immobilizzazioni finanziarie		0	0	0	0	0
Variazione CCN		-1.049	-832	-358	-215	0
Proventi/(Oneri) non ordinari		0	0	0	0	0
Flusso di cassa unlevered (FCFF)		2.708	3.238	4.177	4.508	4.442
Variazione fondi		139	160	175	179	
Variazione PN		0	0	0	0	
Proventi/(Oneri) finanziari Netti		-396	-264	-141	-19	
Variazione crediti finanziari		-999	-999	-2.999	-2.999	
Rimborso debito		-1.209	-1.165	-601	0	
Flusso di cassa netto levered		244	970	612	1.669	
Cassa	145	388	1.359	1.970	3.639	

2. Stress test sui costi

Si è proceduto a sottoporre a stress la voce di costo per servizi esterni con un progressivo incremento fino al 2% rispetto alle previsioni di Business Plan.

Si riportano di seguito le tabelle di conto economico, stato patrimoniale e flussi di cassa risultanti dall'applicazione di tale stress test.

TAB. 27: S5STRESS TEST SUI COSTI

Dati in migliaia di Euro

BP MILANO FINANZA - CE	2023A	2024	2025	2026	2027
<i>Sensitivity</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ricavi terzi	21.377	23.556	25.202	27.435	28.698
Altri Ricavi e Proventi	417	729	729	729	729
Totale ricavi	21.794	24.285	25.932	28.164	29.427
Costi per acquisti	-734	-618	-593	-570	-546
<i>Sensitivity</i>		1,0%	1,3%	2,0%	2,0%
Costi per servizi esterni	-16.145	-16.325	-17.069	-18.097	-18.756
<i>Sensitivity</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stipendi e compensi	-2.332	-2.631	-3.029	-3.316	-3.382
Altre spese generali	-75	-76	-76	-76	-76
Totale costi	-19.286	-19.649	-20.767	-22.058	-22.759
Ebitda	2.508	4.636	5.165	6.106	6.668
Ebitda %	11,5%	19,1%	19,9%	21,7%	22,7%
Proventi/(Oneri) non ordinari	1.437	0	0	0	0
Ammortamenti & Svalutazioni	-1.376	-1.450	-1.434	-780	-127
Proventi/(Oneri) finanziari Netti	-200	-396	-264	-141	-19
Risultato ante imposte	2.369	2.790	3.466	5.185	6.522
Imposte	-438	-824	-1.012	-1.491	-1.862
Risultato Netto	1.931	1.966	2.454	3.694	4.661

Dati in migliaia di Euro

BP MILANO FINANZA - SP	2023A	2024	2025	2026	2027
Immobilizzazioni immateriali	3.183	3.172	3.169	3.165	3.162
Immobilizzazioni materiali	3.360	2.006	692	32	24
Immobilizzazioni finanziarie	505	505	505	505	505
Totale immobilizzazioni	7.048	5.683	4.366	3.702	3.691
Rimanenze magazzino	56	56	56	56	56
<i>Sensitivity gg incasso</i>		0	0	0	0
Crediti verso clienti	21.089	21.034	21.011	21.046	21.027
Altri crediti (ratei e risconti)	4.294	4.863	5.368	6.246	6.774
<i>Sensitivity gg pagamento</i>		0	0	0	0
Debiti verso fornitori	-20.440	-20.287	-20.089	-20.025	-20.070
Altri debiti	-6.502	-6.120	-5.968	-6.588	-6.837
Totale CCN	-1.503	-454	378	736	951
Altri fondi	-410	-410	-410	-410	-410
TFR	-268	-407	-568	-743	-922
Totale fondi	-678	-817	-978	-1.153	-1.332
Totale capitale investito netto	4.867	4.412	3.766	3.285	3.310
Capitale netto	292	292	292	292	292
Riserve	-104	-168	1.764	3.730	6.184
Utile portato a nuovo	-63	1.932	1.966	2.454	3.694
Utile d'esercizio	1.931	1.966	2.454	3.694	4.661
Patrimonio netto	2.056	4.022	6.476	10.170	14.831
Debiti finanziari	2.975	1.766	601	0	0
Cassa	-145	-358	-1.294	-1.870	-3.506
Crediti finanziari	-19	-1.018	-2.017	-5.016	-8.015
Indebitamento finanziario netto	2.812	390	-2.710	-6.886	-11.521
Totale passivo	4.867	4.412	3.766	3.285	3.310

Dati in migliaia di Euro

Flussi di cassa	2023A	2024	2025	2026	2027	TV
Ebitda		4.636	5.165	6.106	6.668	5.979
Imposte		-824	-1.012	-1.491	-1.862	-1.455
CAPEX		-85	-116	-116	-116	-116
Variazione Immobilizzazioni finanziarie		0	0	0	0	0
Variazione CCN		-1.049	-832	-358	-215	0
Variazione CCN Intercompany		0	0	0	0	0
Proventi/(Oneri) non ordinari		0	0	0	0	0
Flusso di cassa unlevered (FCFF)		2.678	3.205	4.141	4.476	4.409
Variazione fondi		139	160	175	179	
Variazione PFN Intercompany		0	0	0	0	
Variazione PN		0	0	0	0	
Proventi/(Oneri) finanziari Netti		-396	-264	-141	-19	
Variazione crediti finanziari		-999	-999	-2.999	-2.999	
Rimborso debito		-1.209	-1.165	-601	0	
Flusso di cassa netto levered		213	936	576	1.637	
Cassa	145	358	1.294	1.870	3.506	

14.a.ii Lo stress test patrimoniale

Si è proceduto a sottoporre a stress la voce dei crediti commerciali, con un progressivo incremento dei tempi di incasso fino a 30 giorni rispetto alle previsioni di Business Plan, per contro si è ipotizzato un progressivo incremento dei tempi di pagamento dei fornitori di 15 giorni rispetto alle previsioni di Business Plan (ipotizzando quindi che la Società sia solamente parzialmente in grado di negoziare tempi di pagamento più lunghi quale conseguenza di tempi di incasso maggiormente dilatati).

Si riportano di seguito le tabelle di conto economico, stato patrimoniale e flussi di cassa risultanti dall'applicazione di tale stress test.

TAB. 28: STRESS TEST PATRIMONIALE

Dati in migliaia di Euro					
BP MILANO FINANZA - CE	2023A	2024	2025	2026	2027
<i>Sensitivity</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ricavi terzi	21.377	23.556	25.202	27.435	28.698
Altri Ricavi e Proventi	417	729	729	729	729
Totale ricavi	21.794	24.285	25.932	28.164	29.427
Costi per acquisti	-734	-618	-593	-570	-546
<i>Sensitivity</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Costi per servizi esterni	-16.145	-16.163	-16.844	-17.742	-18.388
<i>Sensitivity</i>		0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Stipendi e compensi	-2.332	-2.631	-3.029	-3.316	-3.382
Altre spese generali	-75	-76	-76	-76	-76
Totale costi	-19.286	-19.487	-20.542	-21.703	-22.392
Ebitda	2.508	4.798	5.389	6.461	7.036
Ebitda %	11,5%	19,8%	20,8%	22,9%	23,9%
Proventi/(Oneri) non ordinari	1.437	0	0	0	0
Ammortamenti & Svalutazioni	-1.376	-1.450	-1.434	-780	-127
Proventi/(Oneri) finanziari Netti	-200	-396	-264	-141	-19
Risultato ante imposte	2.369	2.952	3.691	5.540	6.890
Imposte	-438	-872	-1.078	-1.593	-1.967
Risultato Netto	1.931	2.080	2.613	3.947	4.923

Dati in migliaia di Euro					
BP MILANO FINANZA - SP	2023A	2024	2025	2026	2027
Immobilizzazioni immateriali	3.183	3.172	3.169	3.165	3.162
Immobilizzazioni materiali	3.360	2.006	692	32	24
Immobilizzazioni finanziarie	505	505	505	505	505
Totale immobilizzazioni	7.048	5.683	4.366	3.702	3.691
Rimanenze magazzino	56	56	56	56	56
<i>Sensitivity gg incasso</i>		15	20	30	30
Crediti verso clienti	21.089	22.046	22.452	23.393	23.480
Altri crediti (ratei e risconti)	4.294	4.863	5.368	6.246	6.774
<i>Sensitivity gg pagamento</i>		8	10	15	15
Debiti verso fornitori	-20.440	-20.623	-20.557	-20.764	-20.836
Altri debiti	-6.502	-6.120	-5.968	-6.588	-6.837
Totale CCN	-1.503	244	1.381	2.389	2.682
Altri fondi	-410	-410	-410	-410	-410
TFR	-268	-407	-568	-743	-922
Totale fondi	-678	-817	-978	-1.153	-1.332
Totale capitale investito netto	4.867	5.110	4.769	4.937	5.041
Capitale netto	292	292	292	292	292
Riserve	-104	-168	1.764	3.844	6.457
Utile portato a nuovo	-63	1.932	2.080	2.613	3.947
Utile d'esercizio	1.931	2.080	2.613	3.947	4.923
Patrimonio netto	2.056	4.136	6.749	10.696	15.619
Debiti finanziari	2.975	1.766	601	0	0
Cassa	-145	226	-564	-743	-2.564
Crediti finanziari	-19	-1.018	-2.017	-5.016	-8.015
Indebitamento finanziario netto	2.812	974	-1.980	-5.759	-10.579
Totale passivo	4.867	5.110	4.769	4.937	5.041

Dati in migliaia di Euro						
Flussi di cassa	2023A	2024	2025	2026	2027	TV
Ebitda		4.798	5.389	6.461	7.036	6.295
Imposte		-872	-1.078	-1.593	-1.967	-1.546
CAPEX		-85	-116	-116	-116	-116
Variazione Immobilizzazioni finanziarie		0	0	0	0	0
Variazione CCN		-1.747	-1.137	-1.007	-293	0
Variazione CCN Intercompany		0	0	0	0	0
Proventi/(Oneri) non ordinari		0	0	0	0	0
Flusso di cassa unlevered (FCFF)		2.094	3.058	3.744	4.660	4.633
Variazione fondi		139	160	175	179	
Variazione PFN Intercompany		0	0	0	0	
Variazione PN		0	0	0	0	
Proventi/(Oneri) finanziari Netti		-396	-264	-141	-19	
Variazione crediti finanziari		-999	-999	-2.999	-2.999	
Rimborso debito		-1.209	-1.165	-601	0	
Flusso di cassa netto levered		-371	790	179	1.821	
Cassa	145	-226	564	743	2.564	

14.a.iii Sintesi degli stress test

Successivamente si è proceduto ad eseguire una valutazione dell'Equity Value della Società sia con il metodo del DCF sia con il metodo dei multipli, quale metodo di controllo, per verificare gli impatti dell'applicazione di tali stress test sul relativo valore.

Lo stress test sui costi rappresenta lo scenario con il maggior scostamento rispetto la valutazione sulla base del Business Plan, mentre lo stress test patrimoniale sui tempi di incasso e pagamento rappresenta lo scostamento più contenuto in quanto il relativo impatto riguarderebbe solo gli anni di previsione, per poi andare a regime e quindi non determinare impatti nel calcolo del terminal value.

Il metodo dei multipli, utilizzato ai fini del controllo, rappresenta in tutti gli scenari una maggiore valorizzazione dell'Equity Value, con uno scostamento contenuto rispetto il caso base eseguito sul Business Plan, e coerente rispetto allo scostamento evidenziato dall'applicazione del metodo di controllo e del DCF nello scenario privo di stress.

Si riporta di seguito la tabella di riepilogo delle valutazioni eseguite a seguito dell'applicazione degli stress test nei diversi scenari rappresentati.

TAB. 29: SINTESI STRESS TEST E DETERMINAZIONE EQUITY VALUE

Dati in migliaia di Euro

BP Stress Test	Stress sui ricavi	Δ BP	Stress sui costi	Δ BP	Stress su DSO-DPO	Δ BP	Base Case
Totale Ricavi 24-27	105.266	-2.541	107.808	0	107.808	0	107.808
Totale costi 24-27	-82.506	1.619	-85.233	-1.109	-84.125	0	-84.125
Ebitda 24-27 in rettifica al principio IFRS16	18.361	-922	18.174	-1.109	19.283	0	19.283
Flusso di cassa unlevered (FCF) cumulato 2027 in rettifica al principio IFRS16	10.232	-656	10.099	-788	9.157	-1.731	10.888
Flusso di cassa unlevered (FCF) TV in rettifica al principio IFRS16	3.342	-191	3.309	-225	3.533	0	3.533
Enterprise Value DCF	45.936	-2.679	45.444	-3.172	47.084	-1.532	48.616
PFN	3.552	0	3.552	0	3.552	0	3.552
Equity Value DCF	42.384	-2.679	41.891	-3.172	43.532	-1.532	45.063
Enterprise Value metodo dei multipli	47.645	-2.592	47.185	-3.053	50.237	0	50.237
Equity Value metodo dei multipli	44.093	-2.592	43.632	-3.053	46.685	0	46.685

14.b Analisi di sensitività al tasso WACC

Si è proceduto ad eseguire un'analisi di sensitività al variare del tasso di sconto WACC, al fine di verificarne i relativi impatti sulla Valutazione.

In particolare, si è ipotizzata una variazione in incremento ed in diminuzione dei tassi di interesse di 50 Bps, con un impatto proporzionale sulle seguenti componenti del WACC:

- i. C = costo del denaro per l'impresa in esame, nel momento in cui la sua struttura finanziaria fosse quella ideale
- ii. Rf = rendimento delle attività senza rischio
- iii. Rm = rendimento teorico di mercato atteso da un portafoglio di titoli rischiosi

L'incremento di 50 Bps dei tassi di interesse determina un WACC di circa l'8,8%, mentre un pari decremento dei tassi di interesse determina un WACC di circa l'7,9%. Quale conseguenza il relativo Equity Value varia da circa 41,8 milioni di Euro (worst case) a circa 48,8 milioni di Euro (best case), rispetto una valutazione del caso base calcolata su un WACC del 8,4% di circa 45,1 milioni di Euro (base case).

TAB. 30: ANALISI DI SENSITIVITA' SUL WACC

WACC Sensitivity	Worst case	Base case	Best case
HP	+50Bps		-50Bps
C = costo del denaro per l'impresa in esame, nel momento in cui la sua struttura finanziaria fosse quella ideale	5,5%	5,0%	4,5%
t = aliquota marginale d'imposta	24,0%	24,0%	24,0%
D = percentuale di debito nella struttura finanziaria ideale dell'impresa in esame (100% - E)	20,0%	20,0%	20,0%
struttura finanziaria ideale dell'impresa in esame	80,0%	80,0%	80,0%
Ke = Rf + β x (Rm - Rf) + FSRP	10,0%	9,5%	9,0%
FSRP = Firm Specific Risk Premium prer	3,3%	3,3%	3,3%
Rf = rendimento delle attività senza risc	4,0%	3,5%	3,0%
Rm = rendimento teorico di mercato atteso da un portafoglio di titoli	7,5%	7,0%	6,5%
β = fattore di rischio specifico dell'attivi	0,768	0,768	0,768
T = tasso di sconto (WACC)	8,8%	8,4%	7,9%
Enterprise Value	45.396	48.616	52.317
PFN	3.552	3.552	3.552
Equity Value	41.844	45.063	48.765

14.c Analisi di sensitività al multiplo dell'Ebitda

A fini di verifica e controllo, si è proceduto ad eseguire un'analisi di sensitività del metodo di controllo, al variare del multiplo dell'Ebitda. In particolare, si è considerata una variazione di 0,7 punti in decremento e incremento del multiplo, determinando quindi una variazione del multiplo da 9,0x a 10,4x. Quale conseguenza il relativo Equity Value varia da circa 43,2 milioni di Euro (worst case) a circa 50,3 milioni di Euro (best case), rispetto una valutazione del caso base calcolata su un moltiplicatore di 9,7x di circa 46,7 milioni di Euro (base case).

La sensitivity sul metodo di controllo, conferma in tutti gli scenari una valutazione dell'Equity Value coerente con le valutazioni discendenti dall'analisi di sensitività sul WACC, evidenziando un marginale positivo scostamento.

TAB. 31: ANALISI DI SENSITIVITA' SUL MULTIPLO DELL'EBITDA

Dati in migliaia di Euro

Multipliers Sensitivity	Worst case	Base case	Best case
HP	-0,7		0,7
Ebitda a regime (media ultimi 3 anni Piano)	6.295	6.295	6.295
Rettifica IFRS 16	-1.100	-1.100	-1.100
Ebitda 2023 (in rettificata al principio IFRS16)	5.195	5.195	5.195
Multiplo EV/Ebitda (Publishing & Newspaper Europe)	9,0	9,7	10,4
Valutazione dell'attività operativa (Enterprise Value)	46.721	50.237	53.874
PFN rettificata	3.552	3.552	3.552
Equity Value	43.169	46.685	50.322

14.d Conclusioni sull' analisi di sensitività e stress test

Le analisi svolte dimostrano come, il variare delle assumption alla base della Valutazione e del relativo metodo di controllo (eseguita tramite l'analisi di sensitività), ovvero il variare di alcune delle previsioni di Business Plan (eseguita tramite l'applicazione dello stress test), abbiano impatti sulla Valutazione e sul relativo Enterprise Value e conseguente Equity Value. L'imprevedibilità degli eventi futuri potrebbe avere impatti ad oggi non prevedibili in senso positivo o negativo, ovvero impatti in direzioni opposte ma tra loro compensabili. Il Business Plan, come indicato in precedenza, contiene elementi di previsione non certi, così come non lo sono gli elementi alla base del calcolo del WACC o il multiplo utilizzato ai fini del metodo di controllo.

L'applicazione dello stress test e dell'analisi di sensitività è stata svolta al fine di rappresentare quelli che potrebbero essere possibili impatti sulla Valutazione derivanti da eventi futuri diversi da quelli previsti e stimati. Proprio in considerazione di tali elementi di incertezza, ai fini della Valutazione nel calcolo del WACC è stato considerato un rischio specifico dell'impresa (FSRP) pari al 3,3%, che si ritiene possa essere adeguato a possibili variazioni delle previsioni e stime considerate nella Valutazione.

A seguito delle analisi svolte e delle relative risultanze, si conferma il procedimento di valutazione tramite il metodo del discounted cash flow (DCF) utilizzato ai fini della Valutazione, e le relative determinanti del tasso WACC.

15. Conclusioni

I valori risultanti dall'applicazione del metodo del DCF e dal metodo dei multipli, utilizzato ai fini del controllo, si discostano marginalmente l'uno dall'altro, confermando quindi una adeguata impostazione dei relativi calcoli nonché delle relative metodologie ed assumption.

Ai fini della Valutazione, lo scrivente ha ritenuto opportuno utilizzare la metodologia di valutazione finanziaria del Discounted Cash Flow (DCF), prendendo come riferimento un tasso WACC pari a circa l'8,4%. Tale metodologia finanziaria risulta utilizzata anche dalla Controllante ai fini dell'esecuzione degli impairment test volti a verificare il fair value delle proprie partecipazioni (tra cui quella nella Società) quali cash generating unit (CGU). Dal bilancio consolidato 2023 del Gruppo Class è possibile evincere che per l'impairment test della partecipazione nella Società è stato utilizzato un tasso WACC dell'8,4% come risultante dalla Relazione WACC, e con un tasso di crescita g del +1,5%. Il valore complessivo attribuito a tale CGU (e quindi alla Società) nel bilancio della Controllante ammonta a circa 47,5 milioni di Euro, valore che risulta di poco superiore rispetto al valore risultante dalla Valutazione pari a circa 45,1 milioni di Euro, lo scostamento tra tali valori è determinato principalmente da alcune rettifiche apportate dallo scrivente alla posizione finanziaria netta.

Seguendo un approccio ragionevole, e condiviso dalle prassi valutative, si rende opportuno stimare il valore dell'Equity Value come valore medio (base case) dei risultati della sensitivity che è stata applicata al tasso WACC (riscontro con precedenti tabelle), e che si colloca in un range compreso tra 41,8 e 48,8 milioni di Euro.



**IN CONCLUSIONE, SI CONFERMA IL VALORE DERIVANTE DALL'APPLICAZIONE
DEL METODO DEL DISCOUNTED CASH FLOW (DCF) COME RISULTANTE DEL
VALORE MEDIO DELLA SENSITIVITY, CHE IDENTIFICA UN VALORE DEL
CAPITALE ECONOMICO (EQUITY VALUE) DI MILANO FINANZA EDITORI SPA
PARI A CIRCA 45,1 MILIONI DI EURO**

Tale valore, in base alle relative azioni possedute nella Società, viene attribuito ai soci nelle modalità indicate nella seguente tabella:

TAB. 32: ATTRIBUZIONE DELL'EQUITY VALUE AI SOCI

Dati in migliaia di Euro

Socio	% possesso	Equity Value
Class Editori Spa	88,8%	40.006
Marmora Srl	3,8%	1.700
Euromultimedia Holding S.A.	3,4%	1.530
Costa Nicoletta	1,3%	584
Panerai Paolo Andrea	1,3%	584
Capolino Gabriele	0,4%	195
Rossi Alessandro	0,4%	195
Paolo Panerai Editore Srl	0,4%	171
Magnaschi Pierluigi	0,2%	97
Totale	100,0%	45.063

Si evidenzia che in ragione dell'AUCAP, l'eventuale passaggio a capitale dell'ammontare attualmente a riserva pari ad Euro 490.000 relativo ad un versamento in conto futuro aumento di capitale eseguito dal socio Marmora Srl, non influirebbe sulla valutazione del sovrapprezzo e dell'Equity Value "pre-money" della Società, ma determinerebbe esclusivamente un incremento della quota del capitale sociale della Società di pertinenza del socio Marmora Srl.

Modena il 07/06/2024

In fede



(Franco Rabitti)

Spettabile:
Milano Finanza Editori S.p.A.
via Burigozzo 5,
20122 Milano

20 settembre 2024

Con riferimento all'incarico fornito in data 09/05/2024 dalla vostra società allo scrivente, ed avente ad oggetto una perizia di stima del valore della vostra società, si precisa che i requisiti di indipendenza indicati nel relativo mandato nei confronti del Mandante (ovvero la vostra società) e del Gruppo (e quindi il gruppo di società di cui la vostra società fa parte), sono da ritenersi applicabili anche ai soci terzi della vostra società che quindi non rientrano nella definizione di Gruppo. Lo scrivente pertanto conferma la propria indipendenza nei confronti di tutti i soci della vostra società come indicati nella seguente tabella.

Socio	% possesso
Class Editori Spa	88,8%
Marmora Srl	3,8%
Euromultimedia Holding S.A.	3,4%
Costa Nicoletta	1,3%
Panerai Paolo Andrea	1,3%
Capolino Gabriele	0,4%
Rossi Alessandro	0,4%
Paolo Panerai Editore Srl	0,4%
Magnaschi Pierluigi	0,2%
Totale	100,0%

Cordiali saluti.

Franco Rabitti



Dott. Franco Rabitti

Piazza Roma n. 3 int. A6 41121 Modena
e-mail: franco.rabitti@rabittipartners.it
Tel. +39 059 8753334 Fax +39 059 8751836
C.F. RBTFNC47A09F257Q P.Iva 02613330360

Spettabile:
Milano Finanza Editori S.p.A.
via Burigozzo 5,
20122 Milano

14 ottobre 2024

Con riferimento all'incarico fornito in data 09/05/2024 dalla vostra società allo scrivente, ed avente ad oggetto una perizia di stima del valore della vostra società, ai fini dei requisiti d'indipendenza si precisa che i compensi percepiti dallo scrivente da parte del Gruppo (e quindi il gruppo di società di cui la vostra società fa parte) compresa la holding estera, precedenti a quello inerente l'incarico in questione, sono i seguenti:

- i. Nell'anno 2018 ha eseguito per conto del Gruppo alcune valutazioni propedeutiche all'esecuzione degli impairment test delle partecipazioni detenute da Class Editori S.p.A. nel Gruppo, ricevendo un compenso complessivo di Euro 36.000,00 + iva + c.p.
- ii. Negli anni 2018, 2022 e 2024 ha eseguito delle valutazioni propedeutiche all'esecuzione dell'impairment test della partecipazione detenuta in Class Editori S.p.A. da parte della holding estera Euro Multimedia Holding SA, ricevendo un compenso complessivo di Euro 15.500,00 +iva + c.p

Si precisa inoltre che tali incarichi hanno avuto una durata molto limitata, erano specifici alle attività indicate, avevano una natura occasionale, non riguardavano attività di consulenza ma di sola verifica ed attestazione, e prevedevano un onorario contenuto; pertanto il Mandatario ritiene che tali prestazioni non siano state tali da pregiudicare la sua indipendenza ed il suo giudizio.

Cordiali saluti.

Franco Rabitti



Dott. Franco Rabitti

Piazza Roma n. 3 int. A6 41121 Modena
e-mail: franco.rabitti@rabittipartners.it
Tel. +39 059 8753334 Fax +39 059 8751836
C.F. RBTFNC47A09F257Q P.Iva 02613330360