



**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD UN'OPERAZIONE DI
MAGGIORE RILEVANZA CON PARTI CORRELATE**

*redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come da
ultimo modificato con delibera n. 22144 del 22 dicembre 2021*

*Il presente documento informativo è stato messo a disposizione del pubblico presso la sede legale di Comtel S.p.A. in
Via Vittor Pisani n. 10, Milano (MI), sul sito internet di Com.tel S.p.A. www.comtelitalia.it, sul meccanismo di stoccaggio
autorizzato "eMarket Storage" all'indirizzo www.emarketstorage.it, nonché presso Borsa Italiana S.p.A. (Milano, Piazza
degli Affari n. 6)*

Milano, 2 ottobre 2025

DEFINIZIONI

Si riporta di seguito un elenco dei principali termini utilizzati all'interno del presente Documento Informativo.

Borsa Italiana	Indica Borsa Italiana S.p.A., con sede in Milano, Piazza degli Affari, n. 6.
Comitato OPC ovvero Comitato	Indica il Comitato per le Operazioni con Parti Correlate di Comtel composto da tutti gli amministratori indipendenti della Società. Indica Com.Tel S.p.A., con sede legale in Via Vittor Pisani n. 10, Milano (MI), C.F., numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi e P. IVA 04367511005, e numero R.E.A. 1712333.
Comtel ovvero l'Emittente ovvero la Società	
Corrispettivo	Indica il prezzo di acquisto della partecipazione oggetto dell'Operazione, pari a Euro 3.650.000 euro, che sarà corrisposto senza impatti di cassa, tramite compensazione con crediti di pari importo in essere verso il Venditore o che saranno oggetto di cessione in favore di quest'ultimo.
Data del Documento Informativo	Indica la data di pubblicazione del presente Documento Informativo.
Documento Informativo	Indica il presente documento informativo relativo ad un'operazione di maggiore rilevanza con parti correlate.
Euronext Growth Milan ovvero EGM	Indica l'Euronext Growth Milan, sistema multilaterale di negoziazione organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A.
Nextaly ovvero il Venditore	Indica Nextaly S.r.l., con sede legale in Via Vittor Pisani n. 10, Milano (MI), C.F., numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano Monza Brianza Lodi e P. IVA 11376000961, e numero R.E.A. 2598393.
Operazione	Indica l'operazione avente ad oggetto l'acquisizione, da parte di Comtel, della partecipazione di minoranza detenuta da Nextaly S.r.l. in Gruppo SAE – Sapere Aude

	Editori S.p.A., pari a n. 507.614 azioni e corrispondente al 10,7% del capitale sociale di Gruppo SAE – Sapere Aude Editori S.p.A.
Parti	Indica congiuntamente l'Emittente e Nextaly.
Parti Correlate	Indica le parti correlate di Comtel, come definite nel Regolamento Parti Correlate e nella Procedura OPC (come <i>infra</i> definiti).
Procedura OPC ovvero Procedura Operazioni con Parti Correlate	Indica la Procedura per la disciplina delle operazioni con parti correlate approvata dal Consiglio di Amministrazione dell'Emittente nella riunione del 29 novembre 2024.
Regolamento Emittenti EGM	Indica il Regolamento Euronext Growth Milan pubblicato da Borsa Italiana S.p.A. come successivamente modificato ed integrato.
Regolamento Parti Correlate	Indica il Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato da Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010 come successivamente modificato ed integrato.
SAE	Indica Gruppo SAE – Sapere Aude Editori S.p.A. con sede legale in Zona industriale Predda Niedda strada 31, 07100 Sassari, C.F., numero di iscrizione al Registro delle Imprese e P. IVA 01954630495, e numero REA SS-216783.
Testo Unico ovvero TUF	Indica il Decreto Legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 (Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria), come successivamente modificato e integrato.

PREMESSA

Il presente Documento Informativo è stato redatto dalla Società ai sensi dell'art. 5 del Regolamento Parti Correlate nonché ai sensi dell'art. 9 della Procedura OPC, al fine di offrire ai propri azionisti e al mercato un quadro informativo esaustivo circa l'acquisizione da parte di Comtel della partecipazione di minoranza detenuta da Nextaly in SAE, corrispondente a n. 507.614 azioni SAE, pari al 10,7% del capitale sociale di quest'ultima, per un importo pari ad Euro 3.650.000,00 (l'”**Operazione**”), come meglio descritto nel successivo par. 2 del Documento Informativo.

Il Documento Informativo, pubblicato in data 2 ottobre 2025, è a disposizione del pubblico presso la sede legale e sul sito internet della Società (www.comtelitalia.it) nella sezione Investor Relations.

1 AVVERTENZE

1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interessi derivanti dall'operazione con parti correlate

L'Operazione presenta rischi connessi a potenziali conflitti di interesse derivanti dal rapporto di correlazione esistente tra Comtel e Nextaly, ed in particolare dalla circostanza che: (i) Nextaly è l'azionista di maggioranza di Comtel, il quale detiene n. 10.496.000 azioni della Società, pari al 56,98% del capitale sociale della stessa, ed esercita pertanto il controllo di diritto sull'Emittente ex art. 2359 Codice Civile, (ii) il Sig. Davide Cilli, Presidente del Consiglio di Amministrazione di Comtel, controlla indirettamente Nextaly e ricopre la carica di Amministratore Unico della stessa.

A tal riguardo si segnala che il Presidente del Consiglio di Amministrazione Davide Cilli, in considerazione della carica di Presidente del Consiglio di Amministrazione ricoperta in Comtel e di socio di controllo indiretto e Amministratore Unico di Nextaly, non ha partecipato alla seduta consiliare della Società del 25 settembre 2025 avente ad oggetto l'approvazione dell'Operazione.

In relazione all'Operazione non si segnalano, alla Data del Documento Informativo, ulteriori situazioni di potenziale conflitto di interessi diverse da quelle tipiche delle operazioni con parti correlate, né rischi diversi da quelli tipicamente inerenti operazioni di analoga natura.

Il Comitato Parti Correlate, chiamato ad esprimersi ai sensi dell'art. 5 della Procedura OPC, è stato coinvolto nell'Operazione mediante adeguati flussi informativi e supporti documentali e, ad esito di un'approfondita istruttoria, in data 25 settembre 2025, ha rilasciato il proprio parere favorevole in merito all'interesse della Società al compimento della stessa nonché alla convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni, allegato al presente Documento Informativo quale Allegato 1.

Il Comitato OPC si è avvalso del parere di congruità rilasciato dal Dott. Franco Abbate, a cui la Società ha conferito apposito incarico per la determinazione del valore di mercato della partecipazione oggetto dell'Operazione, il quale ha rilasciato un parere di congruità in relazione al Corrispettivo.

2 INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'operazione

L'Operazione prevede l'acquisto da parte di Comtel della partecipazione di minoranza detenuta da Nextaly nel capitale sociale di SAE, pari al 10,7% del capitale sociale di quest'ultima, a fronte del pagamento di un prezzo di acquisto pari a complessivi Euro 3.650.000,00 (il "**Corrispettivo**").

Il Corrispettivo sarà corrisposto, senza impatti di cassa, quota parte, tramite compensazione con crediti di pari importo in essere verso il Venditore e, per il residuo, tramite lo strumento della *datio in solutum* da realizzarsi mediante cessione *pro soluto* di crediti di titolarità della Società.

In particolare, il Corrispettivo sarà versato mediante le seguenti modalità di pagamento:

- (i) quanto ad una porzione di detto Corrispettivo di importo pari ad Euro 2.590.000,00 (duemilionicinquecentonovantamila/00), mediante compensazione con il credito certo, liquido ancorché non esigibile maturato dalla Società nei confronti di Nextaly S.r.l. per il medesimo importo;
- (ii) quanto ad una porzione di detto corrispettivo di importo pari ad Euro 100.000,00 (centomila/00), mediante *datio in solutum* da realizzarsi attraverso la cessione *pro soluto* a Nextaly S.r.l. del credito di pari importo vantato dalla Società nei confronti del Dott.

Davide Cilli, da perfezionarsi ai sensi dell'articolo 1260 e seguenti del Codice Civile; e

- (iii) quanto ad una porzione di detto corrispettivo di importo pari ad Euro 960.000,00 (novecentosessantamila/00), mediante *datio in solutum* da realizzarsi attraverso la cessione *pro soluto* a Nextaly S.r.l del credito di pari importo vantato dalla Società nei confronti di Com.Net S.p.A,

Per completezza di rappresentazione rispetto ai metodi di pagamento sopra descritti si precisa che: (i) con riferimento al credito vantato dalla Società nei confronti di Nextaly, una porzione di tale credito – pari, al 31 dicembre 2023, ad Euro 1.500.000 – era stato integralmente oggetto di accantonamento in apposito fondo svalutazione crediti nel bilancio di Comtel al 31 dicembre 2023. Successivamente, al fine di individuare una soluzione per un graduale rientro del suddetto credito, Comtel, in qualità di prestatore, e Nextaly, in qualità di prestatario, hanno sottoscritto un contratto di finanziamento fruttifero per un ammontare pari a Euro 1.500.000, con tasso di interesse annuo pari al 2,98%, da rimborsarsi in n. 120 rate mensili, ciascuna di importo pari a Euro 14.470,27, a partire dal 31 gennaio 2025 ed entro il 31 dicembre 2034. L'importo alla data di tale credito rimane pari a Euro 1.500.000; (ii) con riferimento all'ulteriore porzione del credito vantato dalla Società nei confronti di Nextaly – pari, al 31 dicembre 2023, ad Euro 1.090.000 – la quale era altresì stata integralmente oggetto di accantonamento in apposito fondo svalutazione crediti nel bilancio di Comtel al 31 dicembre 2023, tale porzione di credito ha costituito oggetto di un ulteriore contratto di finanziamento fruttifero per un ammontare pari a Euro 1.090.000, con tasso di interesse annuo pari al 2,98%, da rimborsarsi in n. 120 rate mensili, ciascuna di importo pari a Euro 10.515,06, a partire dal 31 gennaio 2026 ed entro il 31 dicembre 2035. L'importo di tale credito, alla Data del Documento Informativo, rimane pari a Euro 1.090.000; (iii) con riferimento al credito vantato dalla Società nei confronti del Dott. Davide Cilli (che nel contesto dell'Operazione sarà corrisposta mediante *datio in solutum* da realizzarsi attraverso la cessione *pro soluto* a Nextaly S.r.l.), tale credito era stato oggetto di un apposito accordo tra la Società e il Dott. Davide Cilli, ai sensi del quale le parti avevano concordato la compensazione volontaria delle reciproche posizioni di credito/debito, a far data dal 31 dicembre 2024, relative, da un lato, al predetto credito e, dall'altro lato, agli emolumenti fissi e variabili futuri spettanti al Dott. Cilli in qualità di Presidente del Consiglio di Amministrazione della Società sino a concorrenza dell'importo del credito o del minore importo risultante alla data del 31 dicembre 2024 per effetto di eventuali ulteriori pagamenti effettuati dal dott. Cilli a parziale estinzione del proprio debito; (iv) con riferimento al credito vantato dalla Società nei confronti di Com.Net S.r.l. (che nel contesto dell'Operazione, per una porzione pari a Euro 960.000,00, sarà corrisposta mediante *datio in solutum* da realizzarsi attraverso la cessione *pro soluto* a Nextaly S.r.l.), tale credito – pari, al 31 dicembre 2023, ad Euro 2.540.000 – era stato integralmente oggetto di accantonamento in apposito fondo svalutazione crediti nel bilancio di Comtel al 31 dicembre 2023. Successivamente, in data 29 gennaio 2025, Comtel e Com.Net hanno stipulato una scrittura privata al fine di definire il piano di rientro del predetto credito, prevedendo che l'importo dovuto (oltre interessi maturati), dovesse essere corrisposto, in n. 120 rate mensili, a partire dal 31 gennaio 2026 ed entro e non oltre il 31 dicembre 2035. Al perfezionamento dell'Operazione il credito residuo vantato da Comtel verso Com.Net S.r.l., che, alla Data del Documento Informativo, ha avviato una procedura di composizione negoziale della crisi, sarà pari pertanto ad Euro 1.580.000.

Alla luce di quanto precede, l'Operazione determinerà quindi il rilascio di una porzione, di uguale valore, del fondo svalutazione crediti iscritto a bilancio 2023 della Società, con conseguente beneficio economico di pari entità nell'esercizio in corso.

Il perfezionamento dell'Operazione è previsto entro la fine dell'esercizio 2025.

2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'operazione è stata posta in essere,

della natura della correlazione e della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'operazione

L'Operazione presenta rischi connessi a potenziali conflitti di interesse derivanti dal rapporto di correlazione esistente tra Comtel e Nextaly e, in particolare, dalla circostanza che: (i) Nextaly è l'azionista di maggioranza di Comtel, il quale detiene n. 10.496.000 azioni della Società pari al 56,98% del capitale sociale dell'Emittente ed esercita pertanto il controllo di diritto sull'Emittente ex art. 2359 Codice Civile, (ii) il Sig. Davide Cilli, Presidente del Consiglio di Amministrazione di Comtel, controlla indirettamente Nextaly e ricopre la carica di Amministratore Unico della stessa.

A tal riguardo si segnala che il Presidente del Consiglio di Amministrazione Davide Cilli, in considerazione della carica di Presidente del Consiglio di Amministrazione ricoperta in Comtel e di socio di controllo indiretto e Amministratore Unico di Nextaly, non ha partecipato alla seduta consiliare della Società del 25 settembre 2025 avente ad oggetto l'approvazione dell'Operazione.

2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza per la Società dell'operazione

L'Operazione si inserisce in un percorso strategico volto a posizionare Comtel come un abilitatore tecnologico chiave nella trasformazione digitale del settore media e dell'informazione.

SAE, con il suo portafoglio di testate storiche e radicate sul territorio (tra cui Il Tirreno, La Nuova Sardegna, Gazzetta di Modena) e la sua visione di un "giornalismo libero, puro e valoriale", rappresenta per la Società un *partner* industriale ideale.

Le sinergie attese sono significative e bidirezionali. Per Comtel, l'Operazione consente di applicare le proprie competenze tecnologiche (kit mobili per produzione video, connessioni 5G, piattaforme di regia remota, cloud privati) a un settore, quello editoriale, in piena evoluzione. Ciò permette di creare un "laboratorio" di innovazione per sviluppare e testare soluzioni di giornalismo diffuso e multimediale, seguendo modelli già adottati da player internazionali come BBC, Radio France e The New York Times. Inoltre, Comtel potrà offrire il proprio *know-how* a SAE Communication per l'organizzazione di eventi e per lo sviluppo di soluzioni di *Digital Signage*, ampliando il proprio mercato di riferimento.

L'Operazione rientra nelle linee strategiche della Società comunicate nel contesto della quotazione, con particolare riferimento all'intenzione della Società di perseguire opportunità di crescita per linee esterne, volte ad acquisire partecipazioni in *player* operanti in settori di attività complementari che integrino e arricchiscano l'offerta esistente, nonché in operatori che dispongano di soluzioni e/o competenze complementari a quelle di Comtel o che operino in aree geografiche ad oggi non coperte o in settori industriali in cui Comtel è meno presente. Infatti, l'ingresso in SAE consente a Comtel di instaurare sinergie operative e commerciali dirette sia con il core business editoriale sia con le attività di comunicazione del gruppo.

La combinazione delle competenze tecnologiche di Comtel – in particolare nell'ambito della multiconnettività, che integra software, hardware e reti eterogenee – con l'ecosistema editoriale e pubblicitario di SAE permette di:

- abilitare modelli di giornalismo multimediale diffuso, con kit mobili 5G/4K e piattaforme di regia remota, supportate da Cloud privati per la gestione sicura dei contenuti;
- potenziare la capacità di SAE Communication di offrire soluzioni audio-video avanzate, regie multicamera e *digital signage* per eventi corporate e retail;
- generare efficienze operative e nuove opportunità di ricavo, valorizzando i contenuti su più canali (TV, web, social, eventi) e allineandosi alle preferenze delle fasce demografiche emergenti.

2.4 Modalità di determinazione del corrispettivo dell'operazione e valutazioni circa la sua congruità rispetto ai valori di mercato di operazioni similari

Il Corrispettivo è stato fissato dalle Parti in Euro 3.650.000,00.

Ai fini della valutazione della congruità delle condizioni economiche sottese all'Operazione, come indicato in precedenza, il Comitato OPC dell'Emittente si è avvalso del parere rilasciato dal Dott. Franco Abbate (l'“**Esperto Indipendente**”), a cui l'Amministratore Delegato della Società ha, in data 27 marzo 2025, conferito apposito incarico per la determinazione del valore di mercato della partecipazione oggetto dell'Operazione. In particolare, la Società ha incaricato l'Esperto Indipendente a rilasciare un giudizio di congruità circa (i) la stima del valore di mercato del capitale sociale di SAE e della partecipazione oggetto dell'Operazione, anche attraverso le simulazioni integrative alla relazione di stima e (ii) la determinazione del relativo prezzo di acquisto (la “**Fairness Opinion**”) sub Allegato 2.

Al riguardo si precisa che l'Esperto Indipendente ha dichiarato di essere in possesso dei requisiti di indipendenza dalla Società e dai soggetti soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo su di essa.

Alla luce delle analisi svolte, l'Esperto Indipendente ha ritenuto che la valorizzazione congrua attribuibile al 10,7% del capitale sociale di SAE detenuto da Nextaly possa ragionevolmente collocarsi all'interno di un intervallo di valori ricompreso tra Euro 3.245.000,00 e Euro 4.080.000,00, con un valore centrale di Euro 3.650.000,00.

Al fine di determinare il suddetto intervallo di valori, tenuto conto delle caratteristiche del gruppo SAE, ovvero delle caratteristiche in termini di aree di *business*, rischi operativi e tipologia di *asset* di proprietà e delle informazioni disponibili, l'Esperto Indipendente si è avvalso, quale metodologia valutativa, del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill*.

In particolare, tenuto conto della tipologia degli *asset* di proprietà del gruppo SAE, ovvero sostanzialmente le testate editoriali e le partecipazioni, ai fini della determinazione dell'*equity value* l'Esperto Indipendente ha stimato dapprima il valore delle testate utilizzando il metodo dei multipli delle transazioni comparabili, mentre per le partecipazioni ha mantenuto il loro valore di libro al 31 dicembre 2024, eccetto per le partecipazioni detenute in SAE Sardegna e SAE Communication, la cui stima è stata condotta utilizzando, rispettivamente, il metodo patrimoniale rettificato ed il metodo del DCF (*discounted Cash Flow* – “DCF”) nella sua configurazione *unlevered*.

La tabella di seguito riportata riepiloga le metodologie di valutazione utilizzate:

Partecipazioni	Metodologie di valutazione
Gruppo SAE S.p.A.	Metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del goodwill
SAE Sardegna S.p.A.	Patrimoniale rettificato
SAE Toscana S.r.l.	Book value
SAE Emilia S.r.l.	Book value
SAE Servizi S.r.l.	Book value
SAE Communication S.p.A.	Unlevered Discounted Cash Flows (UDCF)
SAE Comics S.r.l.	Book value
Altre Partecipazioni minori	Book value

Alla luce di quanto sopra, e dunque delle attività svolte dal gruppo SAE (e dalle sue partecipate) e considerate le relative peculiarità valutative, l'Esperto Indipendente ha dapprima proceduto alla stima del valore di mercato (o *Equity Value*) di SAE alla data del 31 dicembre 2024 e quindi

successivamente alla stima del valore di mercato della partecipazione oggetto dell'Operazione, come descritto nel prosieguo.

L'*equity value* del gruppo SAE alla data del 31 dicembre 2024 utilizzando il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill*, è risultato compreso tra 44.074 €/000 e 44.773 €/000 con un valore centrale di 44.429 €/000. Tale valore è stato ottenuto sommando al patrimonio netto rettificato di 42.513 €/000 (cfr § 8.2.2) il valore del *goodwill* compreso tra 1.561 €/000 e 2.260 €/000, con un valore centrale di 1.917 €/000 (cfr § 8.2.3)

Tenuto conto delle azioni oggetto dell'Operazione, nonché della stima dello sconto di minoranza e dello sconto di illiquidità applicabili nella valorizzazione di mercato di una quota di partecipazione al capitale della Società priva di poteri di controllo e le cui azioni non sono scambiate in mercati regolamentati, il valore di mercato della partecipazione oggetto dell'Operazione è stato stimato dall'Esperto Indipendente quale ricompreso complessivamente tra 3.245 €/000 e 4.080 €/000, con un valore centrale di 3.650 €/000.

La tabella seguente mostra in dettaglio i calcoli effettuati dall'Esperto Indipendente.

Stima del valore della Partecipazione			
(€/000)	Sensitivity in base allo sconto di minoranza ed illiquidità		
Equity Value Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024	44.429	44.429	44.429
N° azioni	4.726.740	4.726.740	4.726.740
Equity Value per azione (in €)	9,400	9,400	9,400
Quota di capitale oggetto della possibile Operazione	10,74%	10,74%	10,74%
N° azioni oggetto della possibile Operazione	507.614	507.614	507.614
Equity Value Partecipazione	4.771	4.771	4.771
Sconto di minoranza ed illiquidità ⁽¹⁾	32,0%	23,5%	14,5%
- Sconto per illiquidità	15,0%	10,0%	5,0%
- Sconto di minoranza	20,0%	15,0%	10,0%
Equity Value Partecipazione post sconti	3.245	3.650	4.080

Con riferimento ai vantaggi dell'Operazione che esulano dalla convenienza strettamente economica, si rinvia al paragrafo 2.3 del Documento Informativo.

Il parere del Comitato OPC, unitamente alla *Fairness Opinion*, è stato messo a disposizione del Consiglio di Amministrazione della Società per le determinazioni di propria competenza.

2.5 Illustrazione degli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'operazione

L'Operazione costituisce operazione di maggiore rilevanza con parti correlate ai sensi del Regolamento Parti Correlate e della Procedura Parti Correlate.

In particolare, si definisce di maggiore rilevanza qualora anche uno solo degli indici indicati nell'art. 1.1 dell'Allegato 3 al Regolamento Parti Correlate, applicabili a seconda del caso, risulti superiore alla soglia del 5% e, segnatamente: l'indice di rilevanza del controvalore; l'indice di rilevanza dell'attivo; l'indice di rilevanza delle passività.

L'Operazione è stata qualificata quale "operazione di maggiore rilevanza" con parti correlate dal momento che l'indice di rilevanza del controvalore – calcolato quale rapporto tra il controvalore dell'operazione (Euro 3.650.000,00) e la capitalizzazione della Società alla data del 19 febbraio 2025 (circa Euro 44.200.000,00) è – è superiore alla prevista soglia del 5%. Salvo quanto specificato in merito alle modalità di pagamento del Corrispettivo al paragrafo 2.1 del Documento Informativo, l'Operazione non ha determinato e non determinerà alcun effetto significativo di natura economica, patrimoniale e finanziaria per la Società.

2.6 Incidenza sui compensi dei componenti dell'organo di amministrazione della Società e/o di società da questa controllate in conseguenza dell'operazione

L'Operazione non ha alcun impatto sull'ammontare dei compensi degli amministratori di Comtel, di Nextaly e/o di società da questa controllate.

2.7 Interessi di eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti della Società coinvolti nell'operazione

Salvo quanto illustrato con riferimento al Presidente del Consiglio di Amministrazione della Società Davide Cilli e a Nextaly (come meglio descritto al par. 2.2. del Documento Informativo cui si rinvia), l'Operazione non genera, direttamente o indirettamente, alcun interesse in capo ad alcun componente degli organi di amministrazione e controllo, direttori generali e dirigenti di Comtel né di altre società da quest'ultima controllate.

2.8 Indicazione degli organi o degli amministratori che hanno condotto o partecipato alle trattative

Le valutazioni in merito all'Operazione sono state effettuate dalla Società con il coinvolgimento di organi sociali interni e soggetti esterni. In particolare, l'*iter* di approvazione dell'Operazione si è articolato come di seguito evidenziato:

- nel corso del mese di febbraio 2025, la Società ha presentato a Nextaly una manifestazione di interesse volta all'acquisto della partecipazione da quest'ultima detenuta in SAE, anche alla luce di potenziali sinergie commerciali tra le due aziende;
- nel corso dei mesi successivi, si è svolta l'attività di *due diligence* sul perimetro oggetto di acquisizione ed è stato constatato che le motivazioni economiche e la convenienza per la Società dell'Operazione risiedono, tra le altre cose, nell'instaurazione di sinergie che permetteranno a Comtel di: (i) abilitare modelli di giornalismo multimediale diffuso, con kit mobili 5G/4K e piattaforme di regia remota, supportate da Cloud privati per la gestione sicura dei contenuti; (ii) potenziare la capacità di SAE Communication di offrire soluzioni audio-video avanzate, regie multicamera e *digital signage* per eventi corporate e retail; (iii) generare efficienze operative e nuove opportunità di ricavo, valorizzando i contenuti su più canali (TV, *web*, social, eventi) e allineandosi alle preferenze delle fasce demografiche emergenti;
- nel corso dei mesi successivi alla manifestazione di interesse il *top management* dell'Emittente ha garantito al Comitato OPC completi flussi informativi, nonché adeguati supporti documentali al fine della valutazione dell'acquisizione in generale;
- in data 27 marzo 2025 l'Amministratore Delegato della Società ha conferito apposito incarico all'Esperto Indipendente per la determinazione del valore di mercato della partecipazione oggetto dell'Operazione;
- in data 6 giugno 2025, la Società ha acquisito la Fairness Opinion redatta dall'Esperto Indipendente;
- in data 17 luglio 2025 il Comitato, già coinvolto nella fase delle trattative, si è riunito alla presenza dei consulenti esterni (Dott. Abbate e Avv. Berrutti) al fine di esaminare e discutere preliminarmente i profili economici e giuridici dell'Operazione;
- in data 25 luglio 2025 il Comitato ha acquisito l'Executive Summary predisposto dall'Amministratore Delegato che illustra il razionale strategico e le sinergie industriali attese dall'Operazione;

- in data 8 settembre 2025, il Comitato OPC ha acquisito il parere legale sull'Operazione, predisposto dall'Avv. Berruti in data 18 luglio 2025, successivamente confermato e integrato, finalizzato a valutare la legittimità e la corretta strutturazione giuridica dell'Operazione;
- in data 19 settembre 2025, il Comitato OPC ha acquisito le simulazioni integrative alla Relazione di stima dal Dott. Abbate su richiesta del Comitato Parti Correlate, volte a testare la robustezza della valutazione a fronte di differenti ipotesi metodologiche e sensitivity e dell'aggiornamento dei dati contabili risultanti dai bilanci della Target approvati al 31/12/2024;
- in data 25 settembre 2025, il Comitato OPC ha assunto le determinazioni di propria competenza, rilasciando parere favorevole in merito (a) all'interesse della Società al compimento dell'Operazione, nonché (b) alla convenienza e (c) alla correttezza sostanziale delle relative condizioni nonché sulla congruità delle condizioni economiche per l'Operazione;
- in data 25 settembre 2025, il Consiglio di Amministrazione, recepito il parere favorevole del Comitato OPC, ha valutato sussistente l'interesse della Società al compimento dell'Operazione e ha approvato la stessa;
- entro i sette giorni successivi a decorrere da tale data, la Società ha provveduto a pubblicare il Documento Informativo.

Ai sensi dell'art. 5 del Regolamento Parti Correlate, il parere del Comitato OPC, riportato *sub* Allegato 1, e il presente Documento Informativo sono disponibili sul sito *internet* della Società www.comtelitalia.it.

* * * * *

Milano, 2 ottobre 2025

Il Consiglio di Amministrazione



COMITATO PARTI CORRELATE

Avv. Ambrosella Ilaria Landonio

Avv. Maria Cristina Murelli

Dott.com. Valeria Conti

Prof. Rosa Lombardi

PARERE DEL COMITATO PER LE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE
(ai sensi della Procedura per le operazioni con parti correlate)

Operazione Gruppo SAE

Il Comitato per le operazioni con parti correlate di Comtel S.p.A. (di seguito anche "**Comitato**" o "**Comitato OPC**"), composto dagli amministratori indipendenti in carica, in conformità alla "Procedura per le operazioni con parti correlate" adottata dal Consiglio di Amministrazione in data 29 novembre 2024 (la "Procedura Parti Correlate"), all'art. 13 del Regolamento Emittenti Euronext Growth Milan ("Regolamento EGM") e alle vigenti "Disposizioni Parti Correlate", rende il presente parere motivato in merito all'interesse della Società al compimento dell'operazione descritta nel prosieguo, nonché alla convenienza e alla correttezza sostanziale delle relative condizioni.

1. Descrizione dell'Operazione

L'operazione sottoposta all'esame del Comitato ("**Operazione**") consiste nell'acquisizione da parte di Comtel S.p.A. ("**Comtel**" o la "**Società**") di una partecipazione di minoranza nel capitale sociale di Gruppo SAE S.p.A. ("**Gruppo SAE**" o la "**Target**"), pari a n. 507.614 azioni, corrispondenti al 10,7% del capitale sociale.

Tale partecipazione è attualmente detenuta da Nextaly S.r.l. ("**Nextaly**" o la "**Parte Correlata**"), qualificata come parte correlata ai sensi della normativa applicabile.

Il corrispettivo per l'acquisizione è stato pattuito in euro 3.650.000,00. Tale importo verrà integralmente regolato mediante compensazione con crediti vantati dalla Società, così articolati

- a) Euro 2.653.000,00 a titolo di crediti vantati da Comtel direttamente nei confronti di Nextaly;
- b) Euro 100.000,00 a titolo di crediti vantati da Comtel nei confronti del Dott. Davide Cilli, il cui debito potrà essere regolato tramite accollo da parte di Nextaly oppure mediante cessione del credito pro soluto da Comtel a Nextaly;
- c) Euro 897.000,00 a titolo di crediti vantati da Comtel nei confronti di Com.Net S.r.l., il cui debito potrà essere regolato analogamente tramite accollo da parte di Nextaly oppure mediante cessione del credito pro soluto da Comtel.

2. Qualificazione dell'Operazione

L'Operazione si qualifica come "operazione con parte correlata" ai sensi della Procedura Parti Correlate, in quanto Nextaly è un soggetto correlato a Comtel. Si precisa che il Sig. Davide Cilli, Presidente del Consiglio di Amministrazione di Comtel, esercita il controllo indiretto su Nextaly e ne è amministratore unico. Inoltre, Nextaly è l'azionista di maggioranza di Comtel, detenendo n. 10.496.000 azioni pari al 64% del suo capitale sociale.

L'Operazione si qualifica altresì come "operazione di maggiore rilevanza" ai sensi dell'art. 2 della Procedura Parti Correlate e dell'Allegato 2 alle Disposizioni Parti Correlate. Il rapporto tra il controvalore dell'Operazione (euro 3.650.000,00) e la capitalizzazione della Società alla data del 19 febbraio 2025¹ (circa euro 44.200.000,00) è pari all'8,26%, superando quindi la soglia del 5% prevista dall'indice di rilevanza del controvalore.

3. Processi decisionali e attività istruttoria condotta dal Comitato

Il Comitato è stato tempestivamente coinvolto sin dalle fasi iniziali dell'istruttoria, ricevendo un flusso informativo completo e adeguato alla natura e alla rilevanza dell'Operazione. In particolare, il Comitato ha esaminato la seguente documentazione rilevante:

- La **"Relazione di stima del valore di mercato del capitale sociale del Gruppo Sae S.p.A. e della partecipazione oggetto di possibile compravendita"** (la **"Relazione di stima"**) del 6 giugno 2025, predisposta dal Dott. Franco Aldo Abbate, esperto indipendente incaricato dalla

¹ Capitalizzazione di mercato alla data dell'IPD. Si precisa che, in conformità alle Disposizioni Parti Correlate, al denominatore del rapporto si utilizza la capitalizzazione poiché maggiore del patrimonio netto risultante dal bilancio di esercizio al 31/12/2024 (pari a Euro 923.000).

Società per determinare il valore della partecipazione e supportare la valutazione di convenienza dell'Operazione.

- Le **simulazioni integrative** (le "**Simulazioni Integrative**") alla Relazione di stima, fornite il 19 settembre 2025 dal Dott. Abbate su richiesta del Comitato, volte a testare la robustezza della valutazione a fronte di differenti ipotesi metodologiche e *sensitivity* e dell'aggiornamento dei dati contabili risultanti dai bilanci della Target approvati al 31/12/2024.
- Il **parere legale** sull'Operazione, predisposto dall'Avv. Berruti in data 18/07/25, successivamente confermato e integrato in data 08/09/25, finalizzato a valutare la legittimità e la corretta strutturazione giuridica dell'Operazione, con particolare riferimento alle modalità di regolamento del corrispettivo.
- La **documentazione contrattuale e contabile** relativa ai crediti che la Società intende utilizzare in compensazione.
- L'**Executive Summary** del 25/07/25 predisposta dall'Amministratore Delegato che illustra il rationale strategico e le sinergie industriali attese dall'Operazione.
- **Scambi di e-mail tra l'Amministratore Delegato e il Sig. Cilli**, quale esponente della parte venditrice.

Il Comitato, prima di procedere all'analisi della Relazione di Stima, ha riscontrato la dichiarazione di indipendenza del Dott. Franco Abbate.

In data 17 luglio 2025, il Comitato si è riunito alla presenza dei consulenti esterni (Dott. Abbate e Avv. Berruti) per analizzare in dettaglio i profili economici e giuridici dell'Operazione, formulando specifiche richieste di chiarimento, in particolare sui criteri di valutazione della partecipazione e sui rischi connessi alle modalità di pagamento. A seguito di tali richieste, i consulenti hanno, come anticipato, integrato le loro valutazioni; pertanto, il Comitato non ha ritenuto di nominare altri consulenti, valutando le integrazioni ricevute coerenti con le richieste formulate. Sono successivamente intervenute ulteriori interazioni del Comitato con la Società per approfondire, anche in forma orale, le modalità di realizzazione dell'Operazione, la sua convenienza e la sua correttezza sostanziale.

Si aggiunge infine che in prossimità della finalizzazione dell'Operazione e prima della seduta consigliare odierna, la Società ha comunicato l'intenzione di procedere alle compensazioni di cui ai punti b) e c) del § che precede, anziché mediante accollo, soluzione oggetto di valutazione da parte del Comitato ed esaminata dal consulente legale incaricato avv. Berruti, mediante cessione pro soluto dei medesimi crediti in favore di Nextaly.

4. Analisi dell'interesse sociale di Comtel al compimento dell'Operazione

Il Comitato ritiene che l'Operazione sia sorretta da un valido interesse industriale, strategico e finanziario.

Interesse Industriale e Strategico: L'acquisizione della partecipazione in Gruppo SAE si inserisce in un percorso strategico volto a posizionare Comtel come un abilitatore tecnologico chiave nella trasformazione digitale del settore media e dell'informazione. Gruppo SAE, con il suo portafoglio di testate storiche e radicate sul territorio (tra cui Il Tirreno, La Nuova Sardegna, Gazzetta di Modena) e la sua visione di un "giornalismo 'libero, puro e valoriale'", rappresenta un partner industriale ideale.

Le sinergie attese sono significative e bidirezionali:

- **Per Comtel:** L'Operazione consente di applicare le proprie competenze tecnologiche (kit mobili per produzione video, connessioni 5G, piattaforme di regia remota, cloud privati) a un settore, quello editoriale, in piena evoluzione. Ciò permette di creare un "laboratorio" di innovazione per sviluppare e testare soluzioni di giornalismo diffuso e multimediale, seguendo modelli già adottati da player internazionali come BBC, Radio France e The New York Times. Inoltre, Comtel potrà offrire il proprio know-how a SAE Communication per l'organizzazione di eventi e per lo sviluppo di soluzioni di Digital Signage, ampliando il proprio mercato di riferimento.
- **Per Gruppo SAE:** La partnership con Comtel accelera il percorso di trasformazione digitale, consentendo di ottimizzare i processi editoriali, migliorare la qualità e la tempestività dell'informazione multimediale e sviluppare nuovi modelli di business basati sull'integrazione tra contenuti, tecnologia e advertising.

L'ingresso di un socio industriale come Comtel, in sostituzione di un socio con ruolo prevalentemente finanziario come Nextaly (sul punto, *infra*), è destinato a rafforzare la stabilità e le prospettive di sviluppo della Target, a beneficio di tutti i suoi stakeholder.

Interesse Finanziario: L'Operazione presenta profili di vantaggio finanziario evidenti. Il corrispettivo viene regolato tramite l'utilizzo di crediti che, come risulta dalla documentazione fornita, sono stati interamente svalutati nell'ultimo bilancio approvato della Società. Questa modalità di pagamento genera un duplice beneficio:

1. **Nessun esborso di cassa:** L'acquisizione non ha impatti sulla liquidità di Comtel.
2. **Miglioramento del profilo patrimoniale:** L'Operazione consente di convertire crediti di non immediata esigibilità (iscritti nel bilancio della Società a valore zero a seguito di svalutazione e soggetti a un piano di rimborso pluriennale) in un asset strategico con potenziale di crescita, anticipando di fatto il recupero di tali posizioni e permettendo il conseguente rilascio del fondo svalutazione crediti con un effetto positivo sul conto economico e sul patrimonio netto.

5. Analisi della convenienza e correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione

Il Comitato ha verificato la convenienza economica e la correttezza sostanziale delle condizioni dell'Operazione avvalendosi delle analisi condotte dagli esperti indipendenti.

5.1. Valorizzazione della Partecipazione e Congruità del Corrispettivo. Il corrispettivo offerto dalla Società per l'acquisto del 10,7% della Target, pari a **euro 3.650.000,00**, è stato oggetto di analisi di congruità nella Relazione di Stima del Dott. Franco Abbate e nell'addendum rappresentato dalle Simulazioni Integrative, del 19 settembre 2025.

Il Dott. Franco Abbate ha considerato la configurazione del "valore di mercato" ritenendo esprimere *"l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato, senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa, dovrebbe esprimere alla data di riferimento in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi"*.

Tra gli approcci di stima esistenti, l'esperto ha scelto di utilizzare il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del goodwill e, come da relazione *"Tale procedimento ha permesso di valorizzare, in particolare, le differenti partecipazioni e asset detenuti dalla Società [n.d.r. la Target] utilizzando le metodologie valutative ritenute più opportune in funzione delle diverse aree di business e delle informazioni disponibili"*.

Applicando il metodo valutativo prescelto, l'esperto ha determinato dapprima il valore del patrimonio netto rettificato in considerazione del patrimonio netto di Gruppo SAE -. inizialmente a valori di pre-chiusura al 31 dicembre 2024 – successivamente ha stimato il valore del *goodwill*.

L'esperto ha pertanto determinato inizialmente il valore dell'intero capitale economico di Gruppo SAE (equity value 100%) in un valore centrale di **euro 44.429.000,00** sulla base dei dati provvisori al 31 dicembre 2024.

Per giungere alla valutazione della partecipazione di minoranza del 10,7%, l'esperto ha applicato al valore pro-quota degli sconti derivanti (i) dalla mancanza di controllo (sconto di minoranza) e (ii) dalla difficile negoziabilità dei titoli di una società non quotata (sconto di illiquidità). Sulla base di tali presupposti, la relazione conclude che:

*"[...] il valore di mercato della partecipazione [pari a n. 507.614 azioni corrispondenti al 10,7% del capitale sociale del Gruppo SAE] può essere stimato complessivamente tra Euro 3.245.000,00 e Euro 4.080.000,00 con un valore centrale di **Euro 3.650.000,00**".*

Su richiesta del Comitato, il Dott. Abbate ha inoltre fornito le **Simulazioni Integrative** basate sui dati dei bilanci civilistici approvati al 31/12/2024 (in sostituzione dei dati di pre-chiusura) e su ipotesi alternative per la determinazione del tasso di attualizzazione e della normalizzazione del reddito prospettico.

Le *sensitivity* e le integrazioni richieste dal Comitato, pur individuando scostamenti parziali dalle valutazioni iniziali del perito, non hanno determinato alcuna revisione del valore dell'*equity value* della Target in quanto restituiscono numeri mediamente comparabili. Al riguardo si segnala che, con riferimento alla normalizzazione del reddito prospettico, nelle Simulazioni Integrative, il dott. Abbate ha ritenuto di utilizzare (i) un risultato normalizzato che tiene conto dei risultati storici 2022-2024 (ponderati al 20%) e dei risultati prospettici (2025-2027) ponderati all'80%. *"La ponderazione è volta a dar minor peso a dei risultati storici ritenuti non rappresentativi della redditività della Società [n.d.r. la Target] che forniscono una redditività della Società [n.d.r. la Target] che non tiene conto dell'evoluzione del suo business e delle acquisizioni già fatte e di quelle in corso"*.

Sulla base di queste premesse il dott. Abbate ha assertivamente concluso che per *"le altre assunzioni e valutazioni considerate per la stima del valore di mercato della Società e della Partecipazione rimando alla Perizia"* [n.d.r. del 6 giugno 2025] riconfermando quindi il valore stimato della Target.

Il Comitato rileva che **il corrispettivo pattuito per l'Operazione coincide esattamente con il valore centrale** stimato dall'esperto indipendente nella Perizia di Stima, attestando così la correttezza sostanziale della condizione economica principale.

Le simulazioni richieste ed ottenute, pur con alcuni inevitabili scostamenti, hanno restituito valori mediani confrontabili e confermato la ragionevolezza del valore individuato, rafforzando la convinzione del Comitato sulla congruità del prezzo individuato nella Relazione di Stima.

Il Comitato ha infine preso atto delle comunicazioni intercorse tra l'Amministratore Delegato e il Sig. Cilli, in qualità di esponente della parte venditrice Nextaly. In tali scambi, la parte venditrice ha fornito ulteriori elementi a supporto della congruità della valutazione, rappresentando come il valore attribuito al 100% del capitale di Gruppo SAE, pari a circa 45 milioni di euro, trovi riscontro in recenti operazioni di mercato che hanno interessato la Target. In particolare, è stata menzionata l'operazione di investimento da parte del fondo di private equity QuattroR nella società controllata Next Different S.p.A., avvenuta sulla base di una valorizzazione pre-money di quest'ultima di circa 48 milioni di euro, oltre ad altri aumenti di capitale e conferimenti che hanno interessato il Gruppo SAE. Sebbene tali elementi si basino su un approccio valutativo differente (basato su multipli di mercato e transazioni comparabili) rispetto a quello metodologicamente seguito dall'esperto indipendente, il Comitato li considera un utile parametro di confronto che fornisce un ulteriore riscontro di mercato sulla ragionevolezza del valore della Target e, di conseguenza, sulla congruità del corrispettivo negoziato.

5.2. Modalità di Regolamento del Corrispettivo: Il pagamento del corrispettivo avviene integralmente tramite compensazione di crediti verso Nextaly; in funzione di ciò la Società procederà preventivamente a cedere a Nextaly in modalità *pro soluto* i crediti vantati verso il Sig. Cilli e verso Com.Net S.r.l.

Come già sopra evidenziato, nell'ambito dell'attività istruttoria condotta dal Comitato, era stata originariamente prevista la regolamentazione del corrispettivo mediante parziale accollo del debito da parte di Nextaly.

Pur in assenza dell'acquisizione di uno specifico parere tecnico terzo, il Comitato ritiene che anche la cessione pro soluto sia giuridicamente ammissibile, in quanto sostanzialmente equivalente all'accollo sotto il profilo economico-patrimoniale ed efficiente sotto il profilo operativo per la maggiore snellezza esecutiva e l'assenza di adempimenti nei confronti dei debitori originari.

Anche in considerazione della necessità della Società di rispettare i tempi previsti per la conclusione dell'operazione, la modalità della cessione pro soluto risulta adeguata e funzionale al perseguimento degli obiettivi prefissati, garantendo al contempo la correttezza giuridica e la coerenza economico-patrimoniale dell'operazione.

In entrambi i casi la convenienza di tale modalità di regolamentazione del corrispettivo è massima, poiché consente di realizzare un investimento strategico senza alcun impatto sulla cassa, di "valorizzare" crediti interamente svalutati, e, considerato che i crediti non sono attualmente di immediata esigibilità, di trasformarli immediatamente in una partecipazione strategica di valore, con conseguenti benefici patrimoniali e finanziari per la Società.

D'altro canto, si rileva che l'Operazione risulta vantaggiosa anche per Nextaly sotto più punti di vista. Nextaly è una holding pura, che a decorrere dall'anno 2024, ha cessato ogni attività di gestione delle società partecipate. La natura di Nextaly non consentirebbe alla stessa di divenire partner strategico e industriale del Gruppo SAE e rilegherebbe la partecipazione in un mero investimento finanziario. Al contrario, il trasferimento della partecipazione alla Società ne può accrescere il valore economico e strategico, con evidenti riflessi sulla stessa Nextaly, socio di maggioranza di Comtel. Il meccanismo di compensazione di debiti verso Comtel, di natura certa e liquida, sia pur non immediatamente esigibile, consente a Nextaly di estinguere passività con effetto immediato, beneficiando di una riduzione dell'esposizione senza esborsi di cassa, in linea con il proprio profilo di holding non operativa.

6. Conclusioni

Alla luce delle analisi condotte, della documentazione esaminata e delle interlocuzioni avute, il Comitato ha verificato la correttezza procedurale dell'Operazione. Pertanto, ad esito della propria istruttoria e sulla base delle considerazioni sopra esposte, il Comitato,

ESPRIME PARERE FAVOREVOLE

al compimento dell'operazione di acquisizione della partecipazione del 10,7% in Gruppo SAE S.p.A., ritenendo che la stessa:

- **Risponda a un concreto interesse industriale e strategico** di Comtel S.p.A., abilitando significative sinergie tecnologiche e commerciali e rafforzando il posizionamento della Società in un settore complementare e ad alto potenziale di crescita.
- **Presenti condizioni economiche convenienti e sostanzialmente corrette**, in quanto il corrispettivo pattuito è stato giudicato congruo da un esperto indipendente e la modalità di pagamento, tramite compensazione di crediti svalutati, non determina uscite di cassa risultando massimamente vantaggiosa sotto il profilo finanziario e patrimoniale.

Il presente parere non vincolante è reso a disposizione del Consiglio di Amministrazione per le deliberazioni di sua competenza.

Milano, 25 settembre 2025

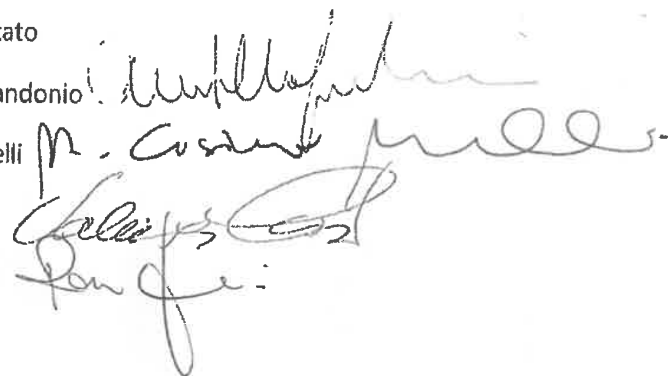
I Componenti del Comitato

Avv. Ambrosella Ilaria Landonio

Avv. Maria Cristina Murelli

Dott.ssa Valeria Conti

Prof.ssa Rosa Lombardi

The block contains four handwritten signatures in black ink, corresponding to the names listed to the left. The first signature is for Ambrosella Ilaria Landonio, the second for Maria Cristina Murelli, the third for Dott.ssa Valeria Conti, and the fourth for Prof.ssa Rosa Lombardi. The signatures are written in a cursive, flowing style.

Relazione di stima del valore di mercato del
capitale sociale di Gruppo SAE S.p.A. e della
Partecipazione oggetto di possibile
compravendita

Milano, 6 giugno 2025

INDICE

1.	PREMESSE.....	4
1.1.	La natura e le finalità dell’incarico.	4
1.2.	La configurazione di valore adottata.	6
1.3.	Data di riferimento della stima.	7
2.	LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA.....	8
3.	GRUPPO SAE E LE SUE PARTECIPAZIONI.	11
3.1.	Premessa.....	11
3.2.	Gruppo SAE.....	11
3.3.	Le Testate Gruppo SAE.....	12
3.4.	Azionisti e <i>governance</i> di Gruppo SAE.....	13
3.5.	<i>Highlights</i> economici e patrimoniali storici di Gruppo SAE.	15
3.6.	La principali partecipazioni detenute da Gruppo SAE.	15
3.6.1.	SAE Sardegna S.p.A.	15
3.6.2.	SAE Toscana S.r.l.	17
3.6.3.	SAE Emilia S.r.l.	18
3.6.4.	SAE Servizi S.r.l.....	18
3.6.5.	SAE Communication S.p.A.	19
4.	OVERVIEW SULL’ANDAMENTO DEL MERCATO EDITORIALE IN ITALIA.	24
4.1.	Considerazioni generali.	24
4.2.	Le Testate e le copie medie giornaliere diffuse nel periodo 2018-2024.	25
4.2.1.	La Nuova Sardegna.....	25
4.2.2.	Il Tirreno.	26
4.2.3.	Le Gazzette.	28
5.	GLI APPROCCI DI VALUTAZIONE.....	30
5.1.	Considerazioni generali.	30
5.2.	Approccio di mercato - <i>Market Approach</i>	31
5.3.	Approccio basato sui risultati attesi – <i>Income Approach</i>	35
5.4.	Approccio basato sul costo – <i>Cost Approach</i>	36
5.5.	Il metodo misto patrimoniale-redдитuale con stima autonoma del <i>goodwill</i>	39
6.	LE CONFIGURAZIONI DI VALORE.....	41
6.1.	Considerazioni generali.	41
6.1.1.	Valore di mercato.....	42
6.1.2.	Valore di investimento.....	44
6.1.3.	Valore negoziale equitativo.....	45
6.1.4.	Valore convenzionale.....	46
6.1.5.	Valore di smobilizzo.....	46
6.1.6.	Valore intrinseco (o fondamentale).....	46
7.	IL PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE.....	48
7.1.	Premessa e metodologica di valutazione adottata.	48
7.2.	Peculiarità valutative e limiti del lavoro.....	49

8.	LA VALUTAZIONE DI GRUPPO SAE.....	55
8.1.	Premessa.....	55
8.2.	Il valore di mercato di Gruppo SAE.....	55
8.2.1.	Il reddito normalizzato.	56
8.2.2.	Il patrimonio netto rettificato.	57
8.2.3.	La determinazione del goodwill.	61
8.2.4.	Il tasso di rendimento normale (i'').....	62
8.2.5.	Il tasso di attualizzazione del sovrareddito (i').....	63
8.2.6.	L'orizzonte temporale di riferimento ("n").....	63
8.3.	Stima del valore di mercato dell'Immobile Grosseto.....	64
8.4.	Stima del valore di mercato di SAE Sardegna.	64
8.5.	Stima del valore di mercato di SAE Communication.	66
8.6.	Stima del valore di mercato delle testate editoriali.	69
9.	LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE OGGETTO DELLA POSSIBILE OPERAZIONE.	72
9.1.	Gli sconti di minoranza e di illiquidità.	72
9.2.	Sintesi del valore di mercato della Partecipazione.....	74
10.	CONCLUSIONI.	75

Allegato 1. Il profilo professionale dell'esperto incaricato della valutazione.

1. PREMESSE.

1.1. La natura e le finalità dell'incarico.

- Il Dott. Fabio Lazzerini, Amministratore Delegato di Com.tel S.p.A. (di seguito anche "Com.tel") in data 27 marzo 2025 mi ha conferito l'incarico di stimare il valore del capitale sociale di Gruppo SAE (Sapere Aude Editori) S.p.A. (di seguito anche "Gruppo SAE" o la "Società") al fine di supportare il Consiglio di Amministrazione di Com.tel nell'ambito di una potenziale operazione straordinaria di acquisizione da Nextaly S.r.l. di una partecipazione di minoranza da quest'ultima detenuta in Gruppo SAE (di seguito anche l'"Operazione"). Sulla base di quanto comunicatomi, tale quota di partecipazione oggetto della possibile Operazione potrebbe riguardare n. 507.614 azioni della Società corrispondente a circa il 10,7% del capitale (di seguito anche la "Partecipazione").
- Ai fini dell'accettazione dell'incarico, dichiaro di essere Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti, nonché consulente tecnico per il Tribunale di Milano, con studio in Via Cerva 20 (Milano) e di essere in possesso (i) dei requisiti di indipendenza dalla Società, dalla committente e da Com.tel e dai soggetti soci che esercitano individualmente o congiuntamente il controllo su di esse e (ii) dei requisiti di competenze professionali, così come anche richiesto dai Principi Italiani di Valutazione ("PIV") emessi dall'Organismo Italiano di Valutazione ("OIV"). Allego a tal fine il mio profilo professionale ("Allegato 1").
- Sulla base dell'incarico conferitomi ho, pertanto, predisposto la presente relazione di stima (di seguito anche la "Relazione" o la "Perizia") con riferimento alla data del 31

dicembre 2024. Per l'espletamento dell'incarico, ovvero stimare il valore complessivo dell'intero capitale economico della Società (e della Partecipazione), è stato altresì necessario procedere alla stima del valore di mercato delle partecipazioni detenute da Gruppo SAE, come meglio descritto nella presente Perizia.

- Il presente documento è stato predisposto sulla base delle informazioni ricevute, riepilogate nel successivo capitolo 2, che non hanno costituito oggetto di autonoma verifica da parte del sottoscritto e, pertanto, i dati e le informazioni fornite rimangono di esclusiva responsabilità della Società. Infine, nulla di quanto esposto nella Perizia può essere ritenuto una garanzia sui risultati futuri della Società e/o delle sue società partecipate. E' utile ricordare, infatti, che i dati contabili e le proiezioni utilizzate per lo sviluppo delle metodologie di valutazione sono stati analizzati in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva.
- La presente Perizia non può essere utilizzata per finalità differenti da quelle per le quali è stata redatta. Le conclusioni esposte nella Relazione si fondano sul complesso delle stime ivi contenute, con la conseguenza che nessuna parte della stessa potrà essere utilizzata disgiuntamente dalle altre parti.
- Le analisi e le considerazioni contenute nella presente Relazione sono basate sulle condizioni economiche, generali e specifiche settoriali, sul quadro normativo e regolamentare vigenti e noti alla data odierna. Le valutazioni possono essere suscettibili di variazioni nel tempo, anche significative, in funzione delle condizioni dei mercati azionari di riferimento e delle variabili che generalmente influenzano i prezzi dei titoli come, ad esempio, i tassi d'interesse, i dividendi ed il regime fiscale.

1.2. La configurazione di valore adottata.

- In considerazione della finalità della stima, la configurazione di valore che ho considerato è il cosiddetto "valore di mercato" (di seguito anche "*equity value*" o "*market value*"), che esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato, senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa, dovrebbe esprimere alla data di riferimento in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi.
- Si tratta in sostanza del "valore di mercato" (*market value* o *fair value* nella terminologia degli IAS/IFRS), che viene così definito dai Principi Italiani di Valutazione (PIV-2015): "*Il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere)*".
- Il valore di mercato esprime quindi il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore ed il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile dall'acquirente. Il prezzo esclude qualunque circostanza "speciale" quali, ad esempio, finanziamenti atipici all'acquirente, accordi di vendita e rilocalazione da parte del venditore, concessioni speciali garantite da soggetti interessati alla vendita.
- Per maggiori dettagli sulle configurazioni di valore previste dalla dottrina si rimanda al capitolo 6.

1.3. Data di riferimento della stima.

- Ho assunto quale data di riferimento della stima, come anticipato, il 31 dicembre 2024.
- In considerazione dell'approccio di valutazione seguito per Gruppo SAE e dei metodi di valutazione utilizzati (come meglio descritto al capitolo 7), ho infatti considerato i bilanci d'esercizio chiusi al 31 dicembre 2024 (laddove disponibili, ovvero laddove non ancora disponibili, le situazioni economiche e patrimoniali di pre-chiusura al 31 dicembre 2024) di Gruppo SAE e delle sue società controllate.

2. LA DOCUMENTAZIONE ESAMINATA.

- Nello svolgimento delle analisi propedeutiche alla predisposizione della presente Relazione mi sono basato sulle informazioni inerenti la Società e le sue controllate ricevute dal *management* e/o dai suoi consulenti e/o pubblicamente disponibili, che includono, tra l'altro, la seguente documentazione di supporto (disponibile presso il mio studio):
 - l'organigramma societario di Gruppo SAE aggiornato alla data della presente Relazione, come meglio rappresentato al § 3.2;
 - i bilanci civilistici di Gruppo SAE per gli esercizi chiusi al 31 dicembre relativamente agli anni dal 2021 al 2023 e situazione economica e patrimoniale di pre-chiusura al 31 dicembre 2024;
 - i bilanci civilistici di SAE Sardegna per gli esercizi chiusi al 31 dicembre relativamente agli anni dal 2021 al 2023 e progetto di bilancio chiuso al 31 dicembre 2024;
 - i bilanci civilistici chiusi al 31 dicembre 2024 di SAE Toscana S.r.l. (di seguito anche "SAE Toscana"), SAE Emilia S.r.l. (di seguito anche "SAE Emilia"), SAE Servizi S.r.l. (di seguito anche "SAE Servizi");
 - il bilancio civilistico chiuso al 31 dicembre 2024 di SAE Communication S.p.A. (di seguito anche "SAE Communication");
 - il bilancio consolidato chiuso al 31 dicembre 2024 di Next14 S.p.A. (di seguito anche "Next 14");
 - il *business plan* della Società per il periodo 2023-2027 approvato dal CdA di Gruppo SAE in data 24 luglio 2024;
 - il *business plan* economico e patrimoniale consolidato 2025-2030 di Next Different S.p.A. (di seguito anche "Next Different"), ovvero di fatto il *business plan* di SAE

Communication *post* operazioni straordinarie come meglio descritte al § 3.6.5 (di seguito anche il **"BP Next Different"**);

- la perizia sull'immobile sito in Grosseto di proprietà di Gruppo SAE redatta dall'Agenzia delle Entrate in data 5 dicembre 2022 (di seguito anche l'**"Immobile Grosseto"**);
- l'atto di cessione del ramo d'azienda, costituito dalle aziende editoriali *"La Gazzetta di Reggio"*, *"La Nuova Gazzetta di Modena"*, *"La Nuova Ferrara"* ed *"Il Tirreno"* (di seguito congiuntamente le **"Testate Gruppo SAE"**), stipulato in data 15 dicembre 2020 con atto a rogito del notaio Gian Luca Cristiani di cui al repertorio n. 25.537;
- l'atto di cessione del ramo d'azienda delle attività editoriali relative alla testata editoriale *"La Nuova Sardegna"* (di seguito anche la **"Testata SAE Sardegna"** e, congiuntamente alle Testate Gruppo SAE, di seguito anche le **"Testate"**) da parte della società GEDI News Network S.p.A. stipulato in data 31 gennaio 2022 con atto a rogito del notaio Lucio Luciotti di cui al rep. gen. n. 499;
- il valore di carico al 31 dicembre 2024 delle Testate;
- l'atto di cessione dei domini da parte della società GEDI Digital S.r.l., costituiti da *"gazzettadimodena.it"*, *"gazzettadireggio.it"*, *"iltirreno.it"* e *"lanuovaferrara.it"*, stipulato in data 15 dicembre 2020 con atto a rogito del notaio Gian Luca Cristiani di cui al repertorio n. 25.538;
- l'atto di cessione del dominio *"lanuovasardegna.it"* da parte della società GEDI Digital S.r.l. stipulato in data 31 gennaio 2022 con atto a rogito del notaio Lucio Luciotti di cui al rep. gen. n. 500;
- i dati sulle copie "diffuse", "pagate" e "vendute" (le cui definizioni sono meglio precisate sul sito internet www.adsnotizie.it) dei quotidiani nazionali e delle Testate forniti da Accertamenti Diffusione Stampa S.r.l. (**"ADS"**);

- le visure camerali di Gruppo SAE e delle società controllate;
 - altri dati e informazioni fornite, su nostra richiesta, dal *management* della Società e/o delle controllate.
- Ho inoltre utilizzato dati, informazioni e documenti integrativi necessari per l'approfondimento delle tematiche inerenti all'oggetto della presente Relazione, tra cui anche dati specialistiche.
- Ulteriori informazioni e chiarimenti sono stati infine ottenuti dal *management* della Società e/o dai suoi consulenti in occasione di riunioni a cui ho partecipato da aprile a giugno 2025.

3. GRUPPO SAE E LE SUE PARTECIPAZIONI.

3.1. Premessa.

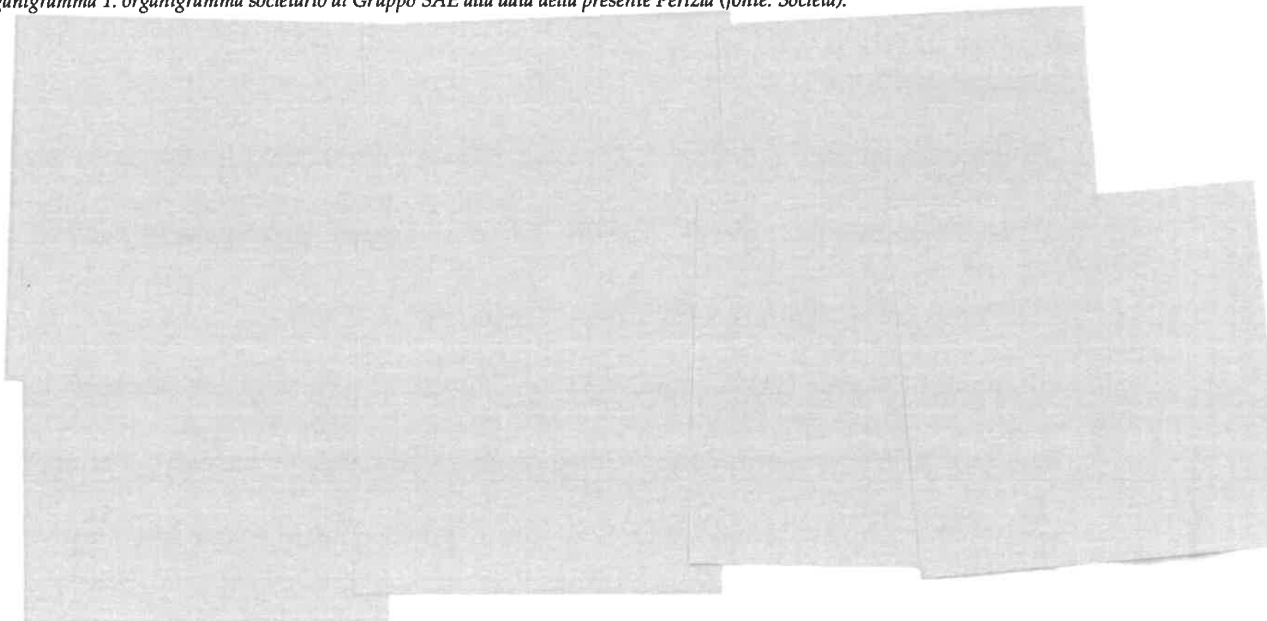
- Alla luce dell'articolazione di gruppo SAE, ho ritenuto utile fornire una descrizione, sia della Società, sia delle sue principali società partecipate.

3.2. Gruppo SAE.

- La Società, con sede in Sassari - Zona Industriale Predda Niedda, Strada 31 Snc , CF e P.IVA 01954630495, REA SS - 216783, ha come oggetto principale la pubblicazione e l'edizione, anche *online*, di quotidiani, periodici, libri e riviste.
- Gruppo SAE è stata costituita nel 2020 con l'intento di dare voce alle comunità locali, per favorirne lo sviluppo attraverso un dialogo aperto, dinamico e inclusivo. Per raggiungere questo obiettivo, nel primo anno, sono state acquisite quattro testate locali, caratterizzate da una presenza territoriale consolidata.
- Gruppo SAE ha avviato nel corso degli ultimi mesi una serie di operazioni straordinarie, volte ad efficientare la struttura societaria ed organizzativa, tra cui in particolare:
 - aumenti di capitale per complessivi circa _____
 - conferimenti di rami d'azienda in SAE Toscana, SAE Emilia e SAE Servizi, con effetti contabili dal 1° gennaio 2025;
 - operazione di riorganizzazione del gruppo di società riconducibili a SAE Communication, tra cui: (i) operazione di fusione per incorporazione inversa _____
_____ - (ii) operazione di scissione parziale di _____ come meglio descritto al § 3.6.5).

-
- Di seguito si riporta l'organigramma societario di Gruppo SAE *post* operazioni di conferimento dei rami d'azienda in SAE Toscana, SAE Emilia e SAE Servizi.

Organigramma 1: organigramma societario di Gruppo SAE alla data della presente Perizia (fonte: Società).



3.3. Le Testate Gruppo SAE.

- Gruppo SAE, anche tramite le proprie società partecipate, è proprietaria delle seguenti testate editoriali:
 - Il Tirreno (al 31 dicembre 2024 di proprietà di Gruppo SAE ed oggetto di conferimento in SAE Toscana a partire dal 1° gennaio 2025): dal 15 dicembre 2020 il quotidiano è edito da Gruppo SAE e viene stampato a (_____, FI), nel centro stampa _____ Via delle _____ l'organico dei dipendenti al 31 dicembre 2024 è composto da _____
 - La Nuova Gazzetta di Modena (al 31 dicembre 2024 di proprietà di Gruppo SAE ed oggetto di conferimento in SAE Emilia a partire dal 1° gennaio 2025): fondata il 20

giugno 1859, dal 15 dicembre 2020 il quotidiano è edito da Gruppo SAE ed è stampato a Milano, nel centro stampa [redacted] e l'organico dei dipendenti al 31 dicembre 2024 è composto da [redacted]

- La Gazzetta di Reggio (al 31 dicembre 2024 di proprietà di Gruppo SAE ed oggetto di conferimento in SAE Emilia a partire dal 1° gennaio 2025): la prima Gazzetta di Reggio fu pubblicata in piena epoca risorgimentale, tra l'ottobre 1859 ed il settembre 1863. Un secondo quotidiano, chiamato La Nuova Gazzetta di Reggio, uscì in edicola tra il 1950 ed il gennaio 1977. Successivamente ha fatto parte del gruppo editoriale Gedi fino al 14 dicembre 2020. Dal 15 dicembre 2020 il quotidiano è edito da Gruppo SAE ed è stampato a Milano, nel centro stampa [redacted] l'organico dei dipendenti al 31 dicembre 2024 è composto da [redacted]
- La Nuova Ferrara (al 31 dicembre 2024 di proprietà di Gruppo SAE ed oggetto di conferimento in SAE Emilia a partire dal 1° gennaio 2025): è il principale quotidiano locale di Ferrara e provincia e si è affiancato alla cronaca di Ferrara di Il Resto del Carlino, presente sul territorio dal 1926. Il quotidiano è stato fondato il 5 aprile 1989. Dopo i primi anni si è diffuso in tutta la provincia con pagine dedicate ai principali comuni di Cento, Bondeno, Copparo, Argenta, Portomaggiore, Comacchio e Goro. Successivamente ha fatto parte del gruppo editoriale Gedi fino al 14 dicembre 2020. Dal 15 dicembre 2020, il quotidiano è edito da Gruppo SAE ed è stampato a Milano, nel centro stampa [redacted] l'organico dei dipendenti al 31 dicembre 2024 è composto da [redacted]

3.4. Azionisti e governance di Gruppo SAE.

- Gli azionisti di Gruppo SAE risultano come da tabella di seguito riportata.

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Tabella 1: azionisti di Gruppo SAE (fonte: Cerved – 4/5/2025).

Azionisti	No. Azioni	Valore capitale sociale (€)	% sul capitale
Toscana Sviluppo 2.0 S.r.l.	830.647	830.647	17,6%
M&S S.r.l.	765.575	765.575	16,2%
Fondazione di Sardegna	678.824	678.824	14,4%
Nextaly S.r.l.	507.614	507.614	10,7%
Portobello S.p.A.	507.614	507.614	10,7%
MA.TI S.r.l.	354.804	354.804	7,5%
Carimonte Holding S.p.A.	240.504	240.504	5,1%
Ventura S.r.l.	157.895	157.895	3,3%
Almi S.r.l.	141.977	141.977	3,0%
A&S S.r.l.	120.251	120.251	2,5%
Brio Consulting S.r.l.	89.352	89.352	1,9%
Atnext S.r.l.	89.352	89.352	1,9%
Zona Franca Editrice S.r.l.	84.504	84.504	1,8%
Abinsula S.r.l.	60.125	60.125	1,3%
Fondazione Pescaraabruzzo	41.847	41.847	0,9%
FG Consulting S.r.l.	19.288	19.288	0,4%
Expandi S.r.l.	8.891	8.891	0,2%
Berrighi Costruzioni S.r.l.	7.409	7.409	0,2%
E.N.P. Costruzioni S.r.l.	7.409	7.409	0,2%
Baldanza Luca Maria Fransisco	6.429	6.429	0,1%
Racano Marco	6.429	6.429	0,1%
Totale	4.726.740	4.726.740	100,0%

- La Società è amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da nove Consiglieri, come meglio specificato nella tabella seguente.

Tabella 2: organi societari di Gruppo SAE (fonte: Cerved – 4/5/2025).

Organi societari	Carica
<u>Consiglio di Amministrazione</u>	
Leonardis Alberto	Presidente
Berrighi Maurizio	Vice Presidente
Orru Marianna	Vice Presidente
Santini Luca	Consigliere
Filucchi Stefano	Consigliere
Mereu Pasquale	Consigliere
Cavalieri Marco	Consigliere
Marchese Pasquale	Consigliere
Sardara Francesco	Consigliere
<u>Collegio Sindacale</u>	
Assenso Antonio	Presidente
Giommoni Fabio	Sindaco Effettivo
Cianciosi Costanzo	Sindaco Effettivo
Basso Angela	Sindaco Supplente
Rizzuto Roberto	Sindaco Supplente
<u>Società di revisione</u>	
EY S.p.A.	

3.5. *Highlights* economici e patrimoniali storici di Gruppo SAE.

- Di seguito si riportano gli *highlights* economici e patrimoniali riclassificati storici di Gruppo SAE nel periodo 2021-2024. Per maggiori dettagli si rimanda ai bilanci civilistici della Società. E' utile ricordare che l'esercizio 2024 si riferisce a dati economici e patrimoniali di pre-chiusura.

Tabella 3: *highlights* economici e patrimoniali riclassificati storici di Gruppo SAE.

Highlights (€/000)	2021A	2022A	2023A	2024 pe
Valore della produzione	31.617	31.186	30.116	
Risultato operativo				
% su valore della produzione	0,3%	0,2%	0,9%	
Risultato netto d'esercizio	(82)	(120)	(135)	
Capitale investito netto	1.817	7.664	6.280	
Posizione finanziaria netta	(877)	4.219	2.890	
- Debiti finanziari	3.890	7.047	5.298	
- Disponibilità liquide	(4.768)	(2.828)	(2.408)	
Patrimonio netto	2.694	3.445	3.390	

3.6. Le principali partecipazioni detenute da Gruppo SAE.

3.6.1. SAE Sardegna S.p.A..

- Gruppo SAE controlla direttamente il 51% del capitale sociale di SAE Sardegna, la quale opera nel settore dell'editoria attraverso la testata editoriale "La Nuova Sardegna", nonché nel settore della stampa di quotidiani e periodici, possedendo un centro stampa a Sassari, peraltro in fase di cessione (NB l'attività è cessata il 30 settembre 2024 e la commessa di stampa della testata è stata trasferita presso il centro stampa di Cagliari di proprietà de L'Unione Sarda).

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

- La Nuova Sardegna, nata il 9 agosto 1891, nel 1980 è diventata di proprietà di Gruppo Gedi per poi passare al Gruppo SAE. La redazione principale è a Sassari, mentre le altre redazioni si trovano a Nuoro, Olbia, Oristano e Cagliari. Il quotidiano è stampato a Sassari, nel centro stampa di proprietà di SAE Sardegna. L'organico dei dipendenti al 31 dicembre 2024 è composto da 44 giornalisti e 19 poligrafici.
- SAE Sardegna detiene altresì il 45% del capitale sociale di SAE Servizi, società che offre servizi di segreteria, amministrativi, contabili, commerciali, grafici (preparazione dei quotidiani) ed editoriali.
- Gli azionisti di SAE Sardegna risultano come da tabella di seguito riportata.

Tabella 4: azionisti di SAE Sardegna (fonte: Cerved – 4/5/2025).

Azionisti	No. Azioni	Valore capitale sociale (€)	% sul capitale
Gruppo SAE S.p.A.	3.060.000	3.060.000	51,0%
Fondazione di Sardegna	1.320.000	1.320.000	22,0%
Depafin S.r.l.	1.320.000	1.320.000	22,0%
Abinsula S.r.l.	300.000	300.000	5,0%
Totale	6.000.000	6.000.000	100,0%

- SAE Sardegna è amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da sei Consiglieri, come meglio specificato nella tabella seguente.

FRANCO ALDO ABBATE
DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Tabella 5: organi societari di SAE Sardegna (fonte: Cerved – 4/5/2025).

Organi societari	Carica
<u>Consiglio di Amministrazione</u>	
Leonardis Alberto	Presidente
De Pascale Maurizio	Consigliere
Paschino Patrizia	Consigliere
Pinna Pierluigi	Consigliere
Berrighi Maurizio	Consigliere
Sgaravato Valentina	Consigliere
<u>Collegio Sindacale</u>	
Asuni Roberta	Presidente
Sanna Pierpaolo	Sindaco Effettivo
Core Roberto	Sindaco Effettivo
Cianciosi Costanzo	Sindaco Supplente
Orani Giuseppe	Sindaco Supplente
<u>Società di revisione</u>	
EY S.p.A.	

- Di seguito si riportano gli *highlights* economici e patrimoniali riclassificati storici di SAE Sardegna nel periodo 2021-2024. Per maggiori dettagli si rimanda ai bilanci civilistici della società.

Tabella 6: highlights economici e patrimoniali riclassificati storici di SAE Sardegna.

Highlights (€'000)	2021A	2022A	2023A	2024 pc
Valore della produzione	0	17.701	18.835	
Risultato operativo				
% su valore della produzione	0,0%	7,9%	13,2%	
Risultato netto d'esercizio	(1)	885	1.590	
Capitale investito netto	2	6.940	11.731	
Posizione finanziaria netta	(7)	56	3.256	
- Debiti finanziari	0	2.945	4.233	
- Disponibilità liquide	(7)	(2.889)	(976)	
Patrimonio netto	9	6.885	8.475	

3.6.2. SAE Toscana S.r.l..

- Gruppo SAE detiene il 100% del capitale sociale della neo-costituita SAE Toscana.
- La società, a seguito del conferimento del ramo d'azienda a far data dal 1° gennaio 2025, è attiva nel settore dell'editoria attraverso l'edizione della testata editoriale "Il Tirreno".

- SAE Toscana è amministrata da un Amministratore Unico nella persona del Dott. Alberto Leonardis.

3.6.3. SAE Emilia S.r.l..

- Gruppo SAE detiene il 100% del capitale sociale della neo-costituita SAE Emilia.
- La società, a seguito del conferimento del ramo d'azienda a far data dal 1° gennaio 2025, è attiva nel settore dell'editoria attraverso l'edizione delle testate editoriali "La Nuova Gazzetta di Modena", "La Gazzetta di Reggio" e "La Nuova Ferrara" (di seguito anche "Le Gazzette").
- SAE Emilia è amministrata da un Amministratore Unico nella persona del Dott. Alberto Leonardis.

3.6.4. SAE Servizi S.r.l..

- Gruppo SAE detiene il 55% del capitale sociale della neo-costituita SAE Servizi (il restante 45% è detenuto da SAE Sardegna).
- La società, a seguito del conferimento del ramo d'azienda a far data dal 1° gennaio 2025, è attiva nel settore dei servizi; più precisamente, la società offre servizi di segreteria, amministrativi, contabili, commerciali, grafici (preparazione dei quotidiani) ed editoriali.
- SAE Servizi è amministrata da un Amministratore Unico nella persona del Dott. Alberto Leonardis.

3.6.5. SAE Communication S.p.A..

- Gruppo SAE detiene il 52,19% del capitale sociale di SAE Communication, società che opera nel settore *media* e comunicazione.
- La società detiene partecipazioni totalitarie in:
 - Different S.p.A.: la società è una *communication company* connotata per una forte anima di *agency* che presiede tutti i *touchpoint* di una *customer journey* contemporanea. I servizi partono dalla creatività e dai progetti digitali per avere una messa a terra grazie all'area eventi, a quella della *loyalty*, al *media planning*, alle *PR* e alla gestione degli *influencer*. La società ha poi una serie di specializzazioni che partono dalle ricerche di mercato (con la controllata EMG S.r.l.) alla produzione e post produzione audio-video, ai progetti legati allo sport e alle sponsorizzazioni. La società nel 2024 ha sviluppato circa _____ di fatturato con _____ nti attivi;
 - Nex14 S.p.A.: la società è un'agenzia integrata caratterizzata da una forte anima tecnologica. I servizi partono dalla strategia e pianificazione media in tutte le sue modalità (TV, *digital*, etc...) con una forte specializzazione sul *digital data-driven* e *retail media*. Nel 2024 la società ha sviluppato un fatturato di circa _____
- Gli azionisti di SAE Communication risultano come da tabella di seguito riportata.

Tabella 7: azionisti di SAE Sardegna (fonte: Cerved – 4/5/2025).

Aziende	No. Azioni	Valore capitale sociale (€)	% sul capitale
Gruppo SAE S.p.A.	15.010.000	15.010.000	52,2%
Next24 S.r.l.	9.750.000	9.750.000	33,9%
Andrea Cimenti	2.000.000	2.000.000	7,0%
Davide Arduini	2.000.000	2.000.000	7,0%
Totale	28.760.000	28.760.000	100,0%

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

- SAE Communication è amministrata da un Consiglio di Amministrazione composto da sette Consiglieri, come meglio specificato nella tabella seguente.

Tabella 8: organi societari di SAE Communication (fonte: Cerved – 4/5/2025).

Organi societari	Carica
<u>Consiglio di Amministrazione</u>	
Leonardis Alberto	Presidente
Iacovone Donato	Consigliere
Briolini Massimo	Consigliere
Racano Marco	Consigliere
Arduini Davide	Consigliere
Ferrari Marco	Consigliere
Franciosa Marco	Consigliere
<u>Collegio Sindacale</u>	
Ruju Francesco	Presidente
Lazzarone Roberto	Sindaco Effettivo
Mannari Nicola	Sindaco Effettivo
Vanni Roberto	Sindaco Supplente
Berruti Manzone Gianluigi	Sindaco Supplente
<u>Società di revisione</u>	
EY S.p.A.	

- Di seguito si riportano gli *highlights* economici e patrimoniali riclassificati storici di SAE Communication nel periodo 2023-2024. Per maggiori dettagli si rimanda ai bilanci civilistici della società.

Tabella 9: highlights economici e patrimoniali riclassificati storici di SAE Communication.

Highlights (€'000'000)	2023 A	2024 A
Valore della produzione	0	0
Risultato operativo		
% su valore della produzione	#DIV/0!	-51467,2%
Risultato netto d'esercizio	(1)	(325)
Capitale investito netto	(1)	44.169
Posizione finanziaria netta	(10)	15.444
- Debiti finanziari	0	16.540
- Disponibilità liquide	(10)	(1.095)
Patrimonio netto	9	28.725

Tabella 10: highlights economici e patrimoniali riclassificati storici consolidati di Different S.p.A..

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Highlights (€000)	2023 A	2024 A
Valore della produzione	30.687	35.609
Risultato operativo		
% su valore della produzione	2,0%	4,7%
Risultato netto d'esercizio complessivo	137	1.076
Capitale investito netto	4.373	6.121
Posizione finanziaria netta	2.486	3.175
- Debiti finanziari	4.065	5.064
- Disponibilità liquide	(1.578)	(1.890)
Patrimonio netto complessivo	1.887	2.946

Tabella 11: highlights economici e patrimoniali riclassificati storici consolidati di Next 14 S.p.A..

Highlights (€000)	2023 A	2024 A
Valore della produzione	39.018	40.867
Risultato operativo		
% su valore della produzione	2,5%	5,2%
Risultato netto d'esercizio complessivo	7	1.064
Capitale investito netto	8.228	10.631
Posizione finanziaria netta	1.415	(352)
- Debiti finanziari	3.686	2.203
- Disponibilità liquide	(2.271)	(2.555)
Patrimonio netto complessivo	6.813	10.984

- Come anticipato al § 3.2, SAE Communication è interessata da una serie di operazioni straordinarie in corso che prevedono una riorganizzazione che avrà in particolare ad oggetto:

- la costituzione di una *holding*

(la "Holding");

-

(la "Fusione");

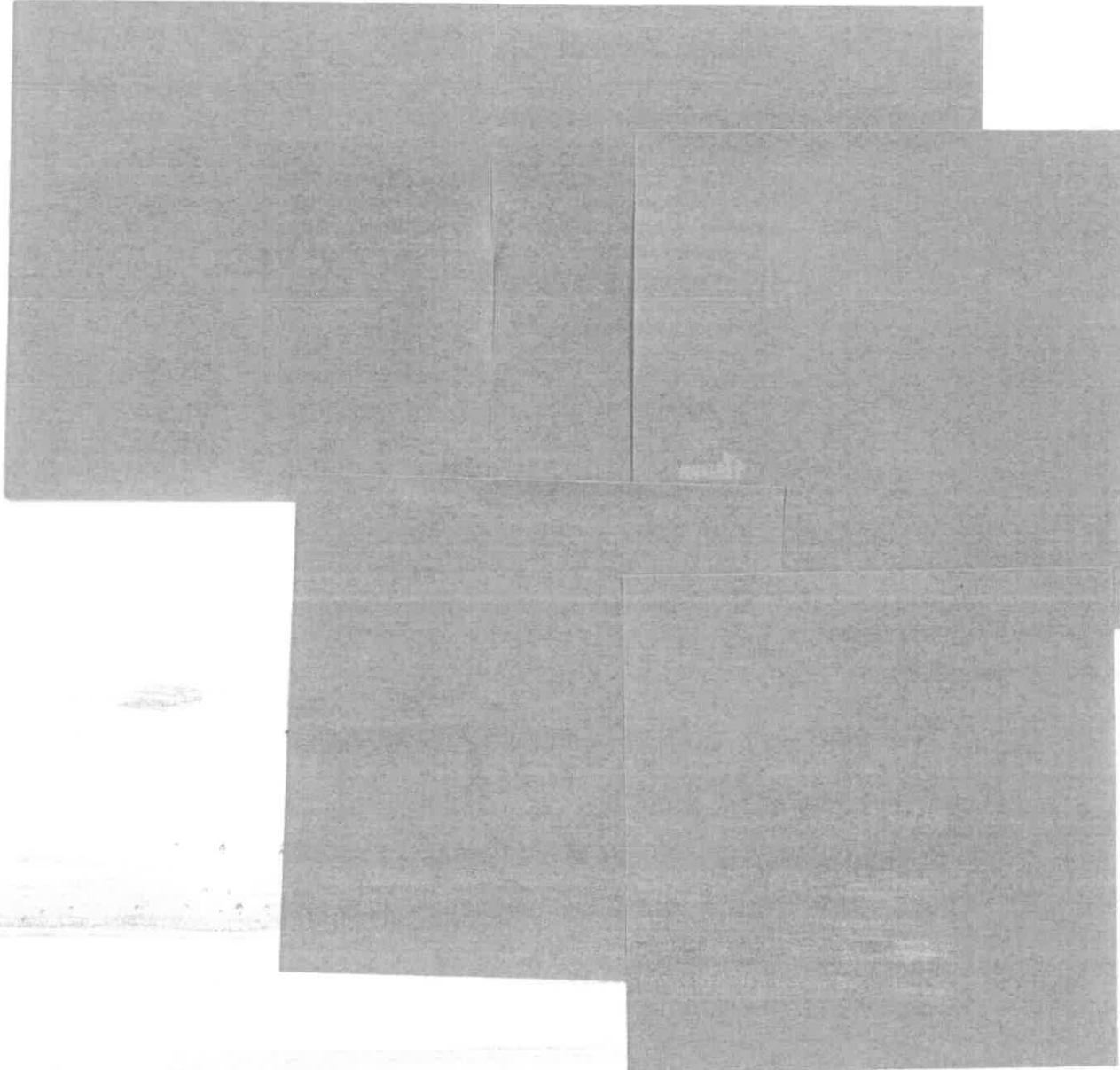
FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

-
- la scissione parziale

(la "Scissione").

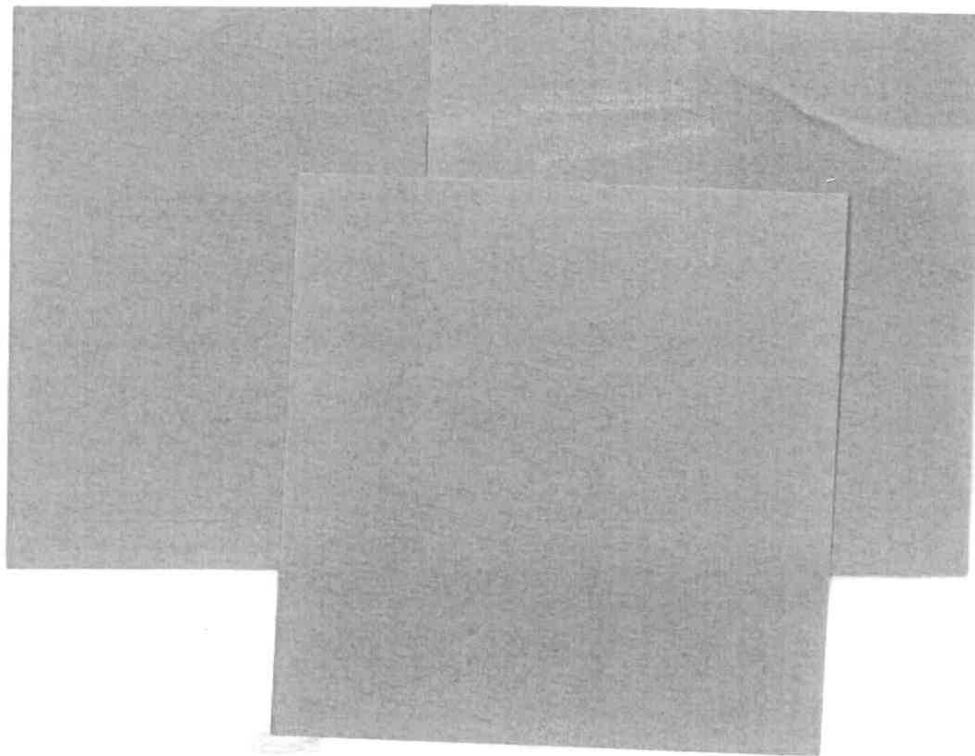
Organigramma 2: organigramma societario di Gruppo SAE post costituzione Holding e conferimento (fonte: Società).



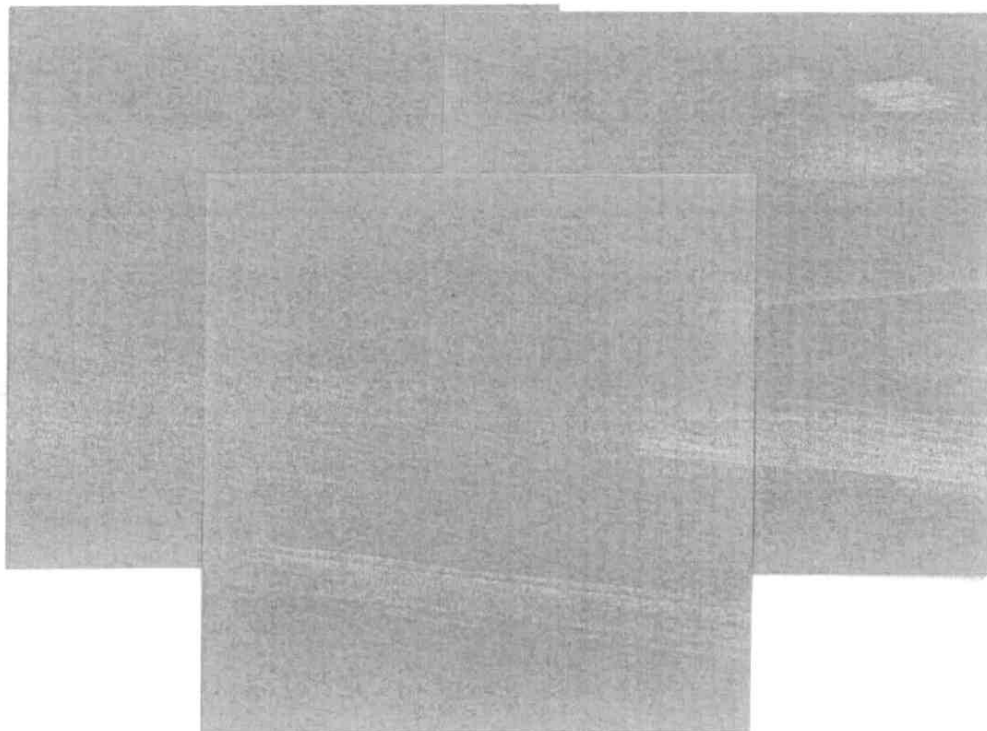
FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Organigramma 3: organigramma societario di Gruppo SAE – fusione e scissione (fonte: Società).



Organigramma 4: organigramma societario di Gruppo SAE post fusione e scissione (fonte: Società).

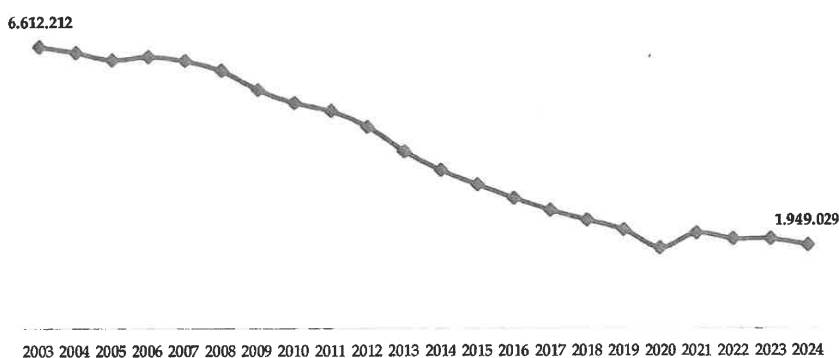


4. OVERVIEW SULL'ANDAMENTO DEL MERCATO EDITORIALE IN ITALIA.

4.1. Considerazioni generali.

- Nel complesso il settore dell'editoria ha evidenziato nel corso degli ultimi anni un *trend* negativo, sia in termini di redditività, che di tassi di crescita. Tale *trend* è stato confermato in generale anche per il 2024.
- Nel periodo 2003-2024, il c.d. "Compounded Annual Growth Rate" ("Cagr"), ovvero il tasso di crescita medio annuo composto delle copie medie giornaliere diffuse a livello nazionale dei quotidiani (compreso la parte digitale) è pari a -5,7%. Sulla base delle elaborazioni effettuate sui dati forniti da ADS (i cui primi 9 mesi sono certificati, mentre i mesi da ottobre a dicembre sono stimati), infatti, nel periodo considerato le copie medie giornaliere diffuse passano da 6.612.212 (2003) a 1.949.029 (2024); è utile evidenziare che nel 2024 le copie medie giornaliere diffuse (cartaceo e digitale, senza considerare i giorni effettivi dei vari mesi, bensì considerando la media semplice dei 12 mesi) hanno registrato un decremento di 152.528 (-7,3%) rispetto a quelle registrate nel 2023, pari a 2.101.557.

Grafico 1: andamento del numero delle copie medie giornaliere diffuse a livello nazionale (fonte: elaborazioni su dati ADS).

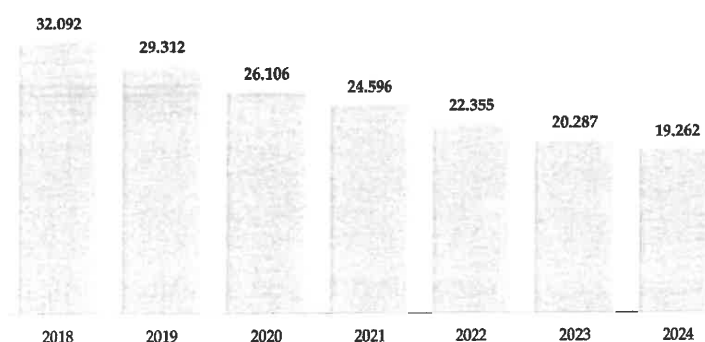


4.2. Le Testate e le copie medie giornaliere diffuse nel periodo 2018-2024.

4.2.1. La Nuova Sardegna.

- Con riferimento alla testata editoriale La Nuova Sardegna si evidenzia che nel periodo 2018-2024, il Cagr delle copie medie giornaliere “diffuse” in Italia e all’estero (cartaceo e digitale), secondo i dati diffusi da ADS, risulta pari a -8,2%.
- Guardando al più recente periodo (2024), sulla base dei dati pubblicati da ADS, le copie medie giornaliere diffuse in Italia e all’estero (cartaceo e digitale) della testata sono pari a 19.262, in diminuzione di 1.024 copie rispetto al 2023 (-5,0%).

Grafico 2: andamento del numero delle copie medie giornaliere diffuse, Italia ed estero, incluso il digitale, della testata “La Nuova Sardegna” (fonte: ADS).



- La tabella di seguito riportata mostra il Cagr rilevato nel periodo 2018-2024 delle copie medie giornaliere diffuse in Italia e all’estero (cartaceo e digitale) della testata, messo a confronto con il Cagr delle copie stesse rilevato a livello nazionale.
- Su tali dati, estrapolati dal *database* fornito da ADS, è stato poi calcolato per ciascuna testata l’indice di correlazione tra la testata stessa e il totale dei quotidiani nazionali; in

altre parole è stata calcolata la correlazione tra l'andamento nel periodo considerato delle copie medie giornaliere diffuse in Italia e all'estero (cartaceo e digitale) e l'andamento delle stesse a livello nazionale.

- Dall'analisi emerge che la testata La Nuova Sardegna risulta avere un indice di correlazione di 0,74.

Tabella 12: Cagr e indici di correlazione delle copie medie giornaliere diffuse, Italia ed estero, incluso il digitale, della testata "La Nuova Sardegna" (fonte: elaborazioni su dati ADS).

Value Map	Totale quotidiani nazionali ⁽¹⁾	La Nuova Sardegna ⁽¹⁾
2018	2.536.023	32.092
2019	2.314.044	29.312
2020	1.888.770	26.106
2021	2.233.290	24.596
2022	2.096.698	22.355
2023	2.101.557	20.287
2024	1.949.029	19.262
Cagr 2018-2024	-4,3%	-8,2%

⁽¹⁾ Diffusione media giornaliera

Indice di correlazione

0,74

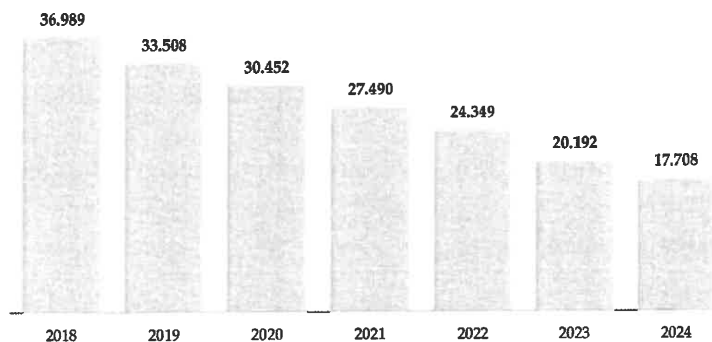
4.2.2. Il Tirreno.

- Con riferimento alla testata editoriale Il Tirreno si evidenzia che nel periodo 2018-2024, il Cagr delle copie medie giornaliere "diffuse" in Italia e all'estero (cartaceo e digitale), secondo i dati diffusi da ADS, risulta pari a -11,6%.
- Guardando al più recente periodo (2024), sulla base dei dati pubblicati da ADS, le copie medie giornaliere diffuse in Italia e all'estero (cartaceo e digitale) della testata sono pari a 17.708, in diminuzione di 2.485 copie rispetto al 2023 (-12,3%).

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Grafico 3: andamento del numero delle copie medie giornaliere diffuse, Italia ed estero, incluso il digitale, della testata "Il Tirreno" (fonte: ADS).



- La tabella di seguito riportata mostra il Cagr rilevato nel periodo 2018-2024 delle copie medie giornaliere diffuse in Italia e all'estero (cartaceo e digitale) della testata, messo a confronto con il Cagr delle copie stesse rilevato a livello nazionale.
- Dall'analisi emerge che la testata Il Tirreno risulta avere un indice di correlazione di 0,68.

Tabella 13: Cagr e indici di correlazione delle copie medie giornaliere diffuse, Italia ed estero, incluso il digitale, della Testata "Il Tirreno" (fonte: elaborazioni su dati ADS).

Value Map	Totale quotidiani nazionali ⁽¹⁾	Il Tirreno ⁽¹⁾
2018	2.536.023	36.989
2019	2.314.044	33.508
2020	1.888.770	30.452
2021	2.233.290	27.490
2022	2.096.698	24.349
2023	2.101.557	20.192
2024	1.949.029	17.708
Cagr 2018-2024	-4,3%	-11,6%

⁽¹⁾ Diffusione media giornaliera

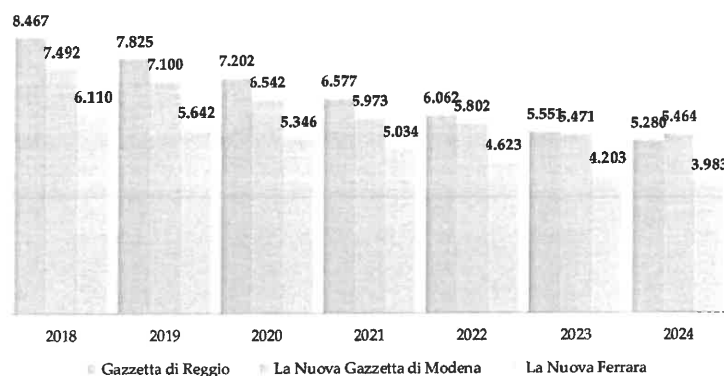
Indice di correlazione

0,68

4.2.3. Le Gazzette.

- Con riferimento alle testate editoriali La Gazzetta di Reggio, La Nuova Gazzetta di Modena e La Nuova Ferrara, si evidenzia che nel periodo 2018-2024, il Cagr delle copie medie giornaliere "diffuse" in Italia e all'estero (cartaceo e digitale), secondo i dati diffusi da ADS, risulta pari a -6,5%.
- Guardando al più recente periodo (2024), sulla base dei dati pubblicati da ADS, le copie medie giornaliere diffuse in Italia e all'estero (cartaceo e digitale) delle testate sono pari complessivamente a 14.726, in diminuzione di 498 copie rispetto al 2023 (-3,3%).

Grafico 4: andamento del numero delle copie medie giornaliere diffuse, Italia ed estero, incluso il digitale, delle testate editoriali "Le Gazzette" (fonte: ADS).



- La tabella di seguito riportata mostra il Cagr rilevato nel periodo 2018-2024 delle copie medie giornaliere diffuse in Italia e all'estero (cartaceo e digitale) delle testate, messo a confronto con il Cagr delle copie stesse rilevato a livello nazionale.
- Dall'analisi emerge che le testate risultano avere un indice di correlazione di 0,70.

Tabella 14: Cagr e indici di correlazione delle copie medie giornaliere diffuse, Italia ed estero, incluso il digitale, delle testate "Le Gazzette" (fonte: elaborazioni su dati ADS).

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Value Map	Totale quotidiani nazionali ⁽¹⁾	Testate SAE Emilia ⁽¹⁾			
		Totale Le Gazzette	Gazzetta di Reggio	La Nuova Gazzetta di Modena	La Nuova Ferrara
2018	2.536.023	22.069	8.467	7.492	6.110
2019	2.314.044	20.568	7.825	7.100	5.642
2020	1.888.770	19.090	7.202	6.542	5.346
2021	2.233.290	17.583	6.577	5.973	5.034
2022	2.096.698	16.487	6.062	5.802	4.623
2023	2.101.557	15.224	5.551	5.471	4.203
2024	1.949.029	14.726	5.280	5.464	3.983
Cagr 2018-2024	-4,3%	-6,5%	-7,6%	-5,1%	-6,9%

^{a)} Diffusione media giornaliera

Indice di correlazione

0,70	0,70	0,69	0,69
------	------	------	------

5. GLI APPROCCI DI VALUTAZIONE.

5.1. Considerazioni generali.

- I tre principali approcci nell'ambito dei quali possono essere classificati i metodi di valutazione utilizzati nella prassi professionale sono i seguenti:
 - l'approccio di mercato (*market approach*);
 - l'approccio basato sui flussi di risultati attesi (*income approach*);
 - l'approccio basato sul costo (*cost approach*).
- Tale classificazione degli approcci alla valutazione è di carattere generale; essi infatti si ispirano ai principi economici dell'equilibrio dei prezzi di mercato (*market approach*), del valore di ogni attività in funzione della generazione di flussi di risultati (*income approach*) e del valore in funzione dei costi che dovrebbero essere sostenuti per "riprodurre" un *asset* con caratteristiche simili a quelle dell'attività che deve essere valutata (*cost approach*). In funzione della natura del bene o della società oggetto di valutazione e della configurazione di valore rilevante, uno o più dei principi enunciati tendono ad assumere maggiore significato.
- Occorre precisare che nell'ambito dei documenti emessi da *standard setter* internazionali e nell'ambito della letteratura accademica e professionale, viene individuata una rosa più ampia di approcci alla valutazione, ad esempio, includendo un approccio c.d. patrimoniale (*Net Asset Approach*) e un approccio c.d. basato sul concetto di "extra profitto" (*Economic Profit Approach*).

5.2. Approccio di mercato - *Market Approach*.

- L'approccio di mercato (*market approach*) fornisce un'indicazione di valore attraverso la comparazione dell'attività che deve essere valutata con attività simili o identiche con riferimento alle quali siano disponibili indicazioni di prezzi.
- L'esperto deve essere consapevole che l'approccio di mercato fornisce indicazioni di valore significative, in quanto basate su dati oggettivi, in presenza delle seguenti condizioni:
 - le attività assunte quali *benchmark* dell'attività oggetto di valutazione presentino un grado accettabile di comparabilità;
 - i prezzi osservati per le attività di riferimento si formino in normali condizioni di mercato;
 - il mercato che rappresenta la fonte dei prezzi osservati esprima indicazioni coerenti con la configurazione di valore (*standard of value*) giudicata rilevante ai fini dello svolgimento dell'incarico.
- Nel contesto della valutazione di aziende l'approccio di mercato viene identificato con il c.d. "metodo dei multipli" che, a propria volta, viene ulteriormente suddiviso in "metodo dei multipli di borsa" (o delle società quotate comparabili) e "metodo dei multipli tratti da transazioni comparabili".
- Nell'ambito dell'approccio di mercato vengono talvolta classificati anche taluni criteri empirici largamente utilizzati dagli operatori (*Rules of Thumb* o *Anecdotal valuation benchmarks*): per esempio, la valutazione delle *public utilities* in funzione del numero di utenti. In genere, le indicazioni ritraibili da queste regole empiriche vanno trattate con

cautela ed è opportuno che vengano comunque confrontate con i risultati ottenuti anche attraverso altri metodi di valutazione.

- Il requisito della comparabilità deve essere apprezzato avendo riguardo alle caratteristiche delle attività che devono essere confrontate e avendo riguardo alle caratteristiche delle transazioni che hanno originato i prezzi osservati. I fattori più importanti in relazione ai quali deve essere espresso il giudizio di comparabilità cambiano in funzione della categoria di attività (*asset class*) alla quale appartiene il bene considerato.
- I requisiti generali di comparabilità enunciati nel principio precedente stabiliscono in primo luogo che, ai fini della valutazione, è necessaria un'analisi approfondita non solo delle caratteristiche delle attività che vengono poste a confronto, ma anche delle caratteristiche delle transazioni che hanno originato i prezzi negoziati sul mercato. Così, ad esempio, nell'ambito del mercato borsistico transazioni che hanno per oggetto ingenti blocchi azionari possono esprimere *standard* di valore differenti da quello espresso dai prezzi di borsa che si formano nel contesto delle negoziazioni correnti che avvengono sul mercato.
- Nell'ambito delle valutazioni di *business*, i prezzi che si formano nel c.d. mercato del controllo (*market for corporate control*) possono risultare differenti (di norma più elevati) rispetto ai prezzi espressi dal mercato azionario. Ciò dal momento che il mercato del controllo tende ad esprimere valori strategici e valori che incorporano sinergie attese. Per questa ragione i multipli relativi a transazioni comparabili risultano di norma più elevati dei multipli di borsa (*stock market multiples*).

- Qualora i prezzi osservati sul mercato esprimano uno *standard* di valore differente da quello giudicato rilevante nel contesto dell'incarico ricevuto dall'esperto, è possibile ricondurre le indicazioni di mercato allo *standard* di valore giudicato rilevante attraverso l'applicazione di opportuni premi e sconti.
- Nell'ambito della prassi valutativa, è frequente la rettifica dei multipli di borsa (*stock market multiples*) in presenza dell'esigenza di valutare partecipazioni di controllo. La rettifica tipicamente ha luogo modificando il valore dei multipli di borsa attraverso i c.d. premi di acquisizione e/o i c.d. premi di controllo (*acquisition premia* e *control premia*). Tali rettifiche richiedono un'approfondita analisi volta ad accertare la presenza dei presupposti, anche nel caso della partecipazione oggetto della stima, che giustificano l'attribuzione del valore strategico nella dimensione espressa dai premi utilizzati.
- Nell'ambito della valutazione di aziende industriali e commerciali e di aziende finanziarie che operano in più aree di affari (*multibusiness*), i *benchmark* di prezzo di mercato dovrebbero essere definiti per ciascuna delle aree di attività svolte dall'impresa oggetto di valutazione.
- L'utilizzo dell'approccio di mercato ai fini della valutazione di aziende *multibusiness* richiede di norma che venga effettuata una specifica valutazione per ognuna delle aree di affari nelle quali può essere suddivisa l'attività dell'impresa. Il valore di sintesi viene ottenuto sommando i valori del capitale operativo (*asset value*) delle aree di *business* individuate e quindi sottraendo il valore dell'indebitamento finanziario netto (procedimento c.d. *Sum of the Parts*). Sul piano pratico, il problema principale consiste

nell'individuazione di società confrontabili la cui attività si concentri prevalentemente in una specifica area di affari (*comparable companies monobusiness*).

- Presupposto per l'impiego dell'approccio di mercato è che i prezzi osservati sul mercato con riferimento ad attività simili risultino significativi. L'esperto non può quindi prescindere da un'analisi delle condizioni in presenza delle quali ha avuto luogo la formazione dei prezzi.
- Per quanto riguarda i prezzi di borsa, vale a dire le quantità che stanno a fondamento del calcolo dei multipli, un indicatore fondamentale del livello di significatività dei prezzi è costituito dal grado di liquidità dei titoli cui i prezzi stessi si riferiscono. A tale riguardo, deve essere valutata con particolare attenzione la rappresentatività dei prezzi dei c.d. titoli sottili, vale a dire i titoli di società di modesta capitalizzazione di borsa o con un flottante limitato. Il grado di liquidità di un titolo dovrebbe essere valutato in rapporto alla capacità di sviluppare un adeguato volume di negoziazioni giornaliere, oppure in base alla dimensione dei *bid-ask spread*.
- In presenza di fenomeni di gravi e prolungate turbolenze del mercato azionario l'approccio di mercato può fornire indicazioni distorte. Un problema analogo può presentarsi anche con riferimento alle indicazioni desumibili dalle transazioni che hanno luogo sul mercato del controllo (*market for corporate control*). Se sussistono le circostanze richiamate, può essere utile integrare le informazioni desumibili dall'approccio di mercato attraverso l'utilizzo di uno o più degli approcci di valutazione alternativi.

5.3. Approccio basato sui risultati attesi – *Income Approach*.

- L'approccio basato sui risultati attesi (*income approach*) fornisce un'indicazione del valore basata sulla capacità di un'attività di generare flussi di risultati nel futuro. I flussi di risultati possono essere configurati con differenti criteri che si riflettono nella varietà dei metodi che possono essere classificati nell'ambito dell'approccio in discussione.
- L'*income approach* è aderente alla prospettiva tipica della Teoria della Finanza in base alla quale il valore di ogni attività di carattere reale o finanziario è funzione dei flussi di cassa generati nell'arco della vita utile residua dell'attività stessa, della distribuzione nel tempo dei risultati attesi e del grado di incertezza riferibile alla futura manifestazione dei flussi di risultato.
- L'approccio basato sui flussi di risultati attesi (*income approach*) viene tipicamente utilizzato anche ai fini della valutazione di passività finanziarie.
- I principali metodi che possono essere classificati nell'ambito dell'approccio basato sui risultati attesi (*income approach*), sempre sulla base dell'*Exposure Draft* dell'OIV sono i seguenti:
 - il metodo reddituale (*capitalization of income*);
 - il metodo finanziario (*discounted cash flow*);
 - i metodi basati sul concetto di extra-reddito (*economic profit*).
- Talvolta i metodi basati sul concetto di extra-reddito (*economic profit*), in particolare il metodo EVA® – *Economic Value Added*, vengono elevati al rango di specifici approccio di valutazione. Anche tali metodi si fondano tuttavia sul principio della determinazione del valore in funzione dei risultati attesi. Tali metodi prevedono che i risultati attesi vengano

idealmente frazionati in due componenti: la prima che individua il risultato riferibile alla normale remunerazione di mercato e la seconda che individua la quota di risultato incrementale (*extra-reddito* o *economic value added*) superiore alla normale remunerazione di mercato. Adottando tale prospettiva, l'addendo del valore costituito dal Capitale Investito Netto costituisce il valore di capitalizzazione della componente di risultato "normale".

5.4. Approccio basato sul costo – *Cost Approach*.

- L'approccio basato sul costo (*cost approach*) fornisce indicazioni in ordine all'onere che dovrebbe essere sostenuto per ottenere un'attività simile a quella oggetto di valutazione. Tale informazione può risultare rilevante anche in presenza di indicazioni di valore desumibili dall'approccio di mercato (*market approach*) e dall'approccio basato sui risultati attesi (*income approach*).
- Le informazioni che possono essere ottenute attraverso l'approccio basato sul costo assumono differente significato e rilievo in funzione della categoria di attività (*asset class*) alla quale appartiene l'attività oggetto di valutazione. Si tratta peraltro di informazioni che in genere integrano le indicazioni che possono essere ottenute attraverso l'approccio di mercato (*market approach*) e quello basato sui flussi di risultati attesi (*income approach*). Conseguentemente, il *cost approach* viene utilizzato quale unico metodo di valutazione nei casi in cui non risultino disponibili informazioni che consentano l'utilizzo degli approcci alternativi, ovvero non sia significativo ricondurre flussi di risultati ad attività (*asset*) specifiche (come ad esempio nel caso della valutazione di singoli impianti, macchinari e strumenti di produzione).

- Il costo può essere inteso in due differenti accezioni: come costo di riproduzione (*reproduction cost*) o come costo di sostituzione o rimpiazzo (*replacement cost*).
- Il costo di riproduzione viene utilizzato quando la riproduzione rappresenta il modo più economico per rimpiazzare un bene. Se essa risulta fisicamente non possibile, oppure non è tecnicamente valida a motivo delle innovazioni tecnologiche intervenute, si ricorre al costo di sostituzione.
- Il costo di sostituzione o rimpiazzo si definisce come il costo necessario per costruire o acquistare fabbricati, macchine, impianti e accessori basati su tecnologie e materiali correnti, che siano in grado di rimpiazzare il bene in uso possedendone analoga capacità e resa e, in generale, la stessa utilità.
- Il costo di riproduzione o di rimpiazzo deve essere determinato tenendo conto dei fenomeni di degrado che interessano l'attività oggetto di valutazione.
- I fenomeni di degrado sono trattati attraverso una serie di abbattimenti per esprimere sia l'usura fisica che caratterizza i beni, sia le ragioni d'inferiorità che essi presentano rispetto al nuovo (obsolescenza). L'obsolescenza può assumere diverse configurazioni:
 - obsolescenza economica;
 - obsolescenza operativa;
 - obsolescenza funzionale.
- L'obsolescenza economica è definita come la perdita di valore dovuta a fattori esterni e può derivare da varie cause, quali la sottoutilizzazione dell'attività per motivi di mercato, per l'ubicazione o per il costo di particolari materie e servizi funzionali all'utilizzo della

stessa attività. L'obsolescenza operativa è originata dall'incremento dell'utilità o delle prestazioni di nuova generazione dell'attività (bene) oggetto di valutazione.

- L'obsolescenza funzionale comprende a propria volta l'eccesso di investimento (che riflette una riduzione di valore resa necessaria da intervenute innovazioni costruttive o dalla disponibilità di migliori materiali) e l'insufficienza (o inadeguatezza) funzionale (dovuta allo scarso bilanciamento tra fasi di produzione, e in generale a motivi di inadeguatezza che provocano eccessi di costi operativi).
- Nell'ambito della valutazione di business può essere rilevante, anche in relazione alla finalità della stima, avere nozione del valore netto di riproduzione o di rimpiazzo delle attività (*asset*) che formano il capitale investito.
- La stima del valore patrimoniale rettificato (*Net Asset Adjusted Value*) può essere opportuna qualora si possa ritenere che un *business* non sia in grado di generare permanentemente adeguati flussi di risultati e, conseguentemente, possa essere ottenuto un valore più elevato nell'ambito di una procedura di liquidazione del business e di vendita delle attività.
- Qualora debba essere determinato il valore patrimoniale rettificato (*Adjusted Net Asset*), andrebbero presi in considerazione i seguenti aspetti:
 - l'identificazione delle attività (*asset*) e delle passività (*liabilities*);
 - il valore delle singole attività e delle singole passività;
 - i costi di liquidazione, se tale informazione risulta utile o appropriata.

5.5. Il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill*.

- Il metodo basato sul concetto di extra-reddito definisce il valore aziendale come somma di due componenti elementari, segnatamente:
 - il valore patrimoniale delle attività dell'impresa;
 - il valore "creato", inteso come avviamento o valore attuale del flusso di extra-redditi che l'impresa oggetto di valutazione è in grado di ritrarre dall'impiego delle attività gestite.
- Il metodo in discussione è coerente con un concetto largamente sviluppato nella teoria economica, secondo il quale il valore del capitale di un'azienda è funzione, sia della dotazione di *asset* dell'azienda stessa, sia della capacità del *management* di ritrarne tassi di remunerazione superiori al "normale".
- Appartengono all'approccio basato sulla creazione di valore due principali famiglie di metodi:
 - i metodi misti, fondati sulla evidenziazione del *goodwill* (*badwill*);
 - i metodi finalizzati alla misurazione dell'*Economic Value Added* (EVA).
- Nella versione-base, il modello "misto" patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill* si presenta secondo una formula del tipo:

$$W_{equity} = K' + (R - i'' \times K') \times a_{n, i'}$$

dove:

- W_{equity} = valore dell'*equity* investito nel *business*;
- K' = patrimonio netto (differenza tra attività e passività riferibili al *business*) rettificato;
- R = reddito netto normalizzato generato dal *business*;

- i'' = remunerazione normale dell'*equity* investito nel *business*;
 - i' = tasso di attualizzazione dell'extra-reddito, ossia della quantità $(R - i'' \times K')$.
- Nella prassi professionale la quantità $(R - r'' \times K') \times a_{nr'}$ prende il nome di *goodwill*, se positiva, ovvero di *badwill*, se negativa.

6. LE CONFIGURAZIONI DI VALORE.

6.1. Considerazioni generali.

- E' utile richiamare le differenti configurazioni di valore ed i loro possibili attributi definiti dall'Organismo Italiano di Valutazione nei Principi Italiani di Valutazione del luglio 2015.
- Esistono sei configurazioni di valore di riferimento comuni a tutte le attività:
 - valore di mercato;
 - valore d'investimento;
 - valore negoziale equitativo;
 - valore convenzionale;
 - valore di smobilizzo;
 - valore intrinseco (o fondamentale).
- Le differenti configurazioni di valore possono distinguersi in valori soggettivi e valori oggettivi in relazione al fatto che esprimano valori rilevanti per specifici soggetti o per generici partecipanti al mercato. In tal senso:
 - il valore d'investimento, il valore negoziale equitativo ed il valore di liquidazione forzata sono valori soggettivi;
 - il valore di mercato, il valore intrinseco ed il valore di liquidazione ordinaria sono valori oggettivi.
- Il valore di un'azienda, di una partecipazione azionaria, di un'azione e di un bene immateriale può esprimere un valore in atto o un valore potenziale. La distinzione fra i due attributi di valore risiede nel fatto che il valore in atto esclude ogni ipotesi speciale e/o condizione ipotetica, mentre il valore potenziale considera anche il valore di benefici legati ad ipotesi speciali e/o condizioni ipotetiche.

6.1.1. Valore di mercato.

- Il valore di mercato di un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) o di una passività è il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata, alla data di riferimento dopo un appropriato periodo di commercializzazione, fra soggetti indipendenti e motivati che operano in modo informato, prudente, senza essere esposti a particolari pressioni (obblighi a comprare o a vendere). Il valore di mercato dei PIV coincide con il *market value* degli *International Valuation Standard* ("IVS").
- Il valore di mercato esprime il miglior prezzo ragionevolmente realizzabile dal venditore ed il prezzo più vantaggioso ragionevolmente realizzabile dall'acquirente. Il prezzo esclude qualunque circostanza speciale quali ad esempio, finanziamenti atipici all'acquirente, accordi di vendita e rilocalizzazione da parte del venditore, concessioni speciali garantite da soggetti interessati alla vendita o qualsiasi elemento di valore speciale.
- Il valore di mercato riflette il massimo e migliore uso dell'attività. Il miglior uso può essere l'uso corrente dell'attività o un uso alternativo. Ciò in quanto i partecipanti al mercato considererebbero il massimo e miglior uso dell'attività a prescindere dalle attuali condizioni d'uso dell'attività stessa. Nell'adottare la prospettiva dei partecipanti al mercato, nel caso in cui l'uso corrente dell'attività non sia il miglior uso è necessario considerare che il prezzo rifletterebbe anche i costi di conversione d'uso dell'attività. Tuttavia le condizioni correnti di mercato devono riflettere le aspettative correnti dei partecipanti al mercato, piuttosto che ipotetiche aspettative (di riconversione d'uso) che non si può dimostrare esistano alla data di riferimento della valutazione.

- Il valore di mercato non postula la razionalità dei prezzi fatti. Il valore di mercato è una stima "*point in time*" ancorata alle specifiche condizioni di mercato alla data della valutazione. I mercati raramente operano in condizioni di costante equilibrio fra domanda e offerta e di volumi di scambi, a causa di molte possibili imperfezioni. Le più comuni imperfezioni includono carenze di offerta, improvvisi aumenti o diminuzioni di domanda o asimmetrie di informazioni fra partecipanti al mercato. A causa di tali imperfezioni, i mercati aggiustano i prezzi per riflettere le specifiche condizioni che hanno generato lo squilibrio. La stima del valore di mercato, ovvero del prezzo più probabile sul mercato alla data di valutazione, deve riflettere le specifiche condizioni nel mercato di riferimento dell'attività alla data di valutazione e non invece un prezzo aggiustato o smorzato sulla base del presupposto del ristoro delle condizioni di equilibrio.
- Il mercato di riferimento per l'attività o la passività oggetto di valutazione è il mercato nel quale l'attività è normalmente scambiata alla data di valutazione e al quale la maggior parte dei partecipanti al mercato e l'attuale proprietario hanno accesso. Infatti per poter esercitare un effetto sul prezzo dell'attività i partecipanti al mercato devono poter avere accesso al mercato ed il numero dei partecipanti al mercato influenza il prezzo che si forma sul mercato alla data di valutazione.
- Il mercato di riferimento presuppone che gli operatori agiscano in modo informato e prudente. Ciò presuppone che gli operatori non operino di impulso ma che usino tutta l'informazione disponibile per cercare il prezzo più favorevole per le loro rispettive posizioni alla data della valutazione. La prudenza si riferisce ad un uso consapevole dell'informazione alla data della valutazione e non invece alla scelta di comprare o

vendere. Così ad esempio non può dirsi imprudente un venditore che cede l'attività in un mercato che registra prezzi in discesa. A prescindere dal trend di mercato il venditore motivato usa consapevolmente tutta l'informazione disponibile per realizzare il miglior prezzo alla data della valutazione, date le condizioni di mercato a quella data.

- Se il mercato è turbolento e soggetto a spinte non razionali, la stima del valore di mercato diviene più complessa ed è ancorata in modo molto stretto alla data di riferimento; inoltre possono verificarsi scostamenti anche rilevanti dal valore intrinseco. Sono perciò configurabili anche valori di mercato attesi per scadenze più lontane, in uno scenario modificato, e dunque più vicini al valore intrinseco. È quanto si verifica ad esempio con i *target price* indicati nelle *equity research* degli analisti.

6.1.2. Valore di investimento.

- Il valore d'investimento esprime i benefici offerti da un'attività reale o finanziaria (o di un'entità aziendale) al soggetto che la detiene, o che potrà detenerla in futuro, con finalità operative o a puro scopo d'investimento. Il valore d'investimento dei PIV coincide con l'*investment value* degli IVS.
- Il valore d'investimento è strettamente collegato, per un verso, alle particolari caratteristiche dell'attività reale o finanziaria (o dell'entità aziendale) e, per altro verso, alle particolari caratteristiche del suo detentore, attuale o futuro. Si tratta dunque di un valore soggettivo, che può mutare a seconda del soggetto al quale è riferita l'analisi.

- In particolare il valore d'investimento può tenere conto di particolari sinergie, dovute all'associazione con altre attività reali o finanziarie, oppure alla presenza di benefici speciali per un particolare detentore.

6.1.3. Valore negoziale equitativo.

- Il valore negoziale equitativo di un'attività finanziaria o reale (o di una entità aziendale) esprime il prezzo al quale verosimilmente la medesima potrebbe essere negoziata alla data di riferimento fra due o più soggetti identificati, correttamente informati e concretamente interessati, bilanciando in modo equo i rispettivi interessi. Il valore negoziale equitativo dei PIV coincide con l'*equitable value* degli IVS (definizione proposta dall'IVS in sostituzione del *fair value* degli IVS del 2013).
- Il valore negoziale equitativo è un valore equo fra due o più soggetti specificamente identificati. Si tratta dunque di un valore soggettivo. Esso differisce dal valore di mercato perché considera gli specifici benefici delle parti.
- I principi di valutazione internazionali chiariscono come tale valore (qui chiamato negoziale equitativo e che essi definiscono *equitable value*) sia diverso dal valore di mercato (*market value*). Il valore negoziale equitativo richiede la stima di un prezzo equo per due parti identificate, per le quali occorre considerare i rispettivi vantaggi e svantaggi rivenienti dall'operazione. Il valore di mercato esclude invece qualsiasi vantaggio che non sia accessibile a tutti gli operatori attivi.

6.1.4. Valore convenzionale.

- Un valore convenzionale discende dall'applicazione dei criteri specifici (particolari) che sono stati fissati per la sua determinazione dalla legge, e/o da regolamenti, e/o da principi contabili, o da contratti. La correttezza di tale valore discende esclusivamente dalla puntuale applicazione dei criteri medesimi.
- Sono esempi di questa configurazione di valore:
 - i valori di bilancio, derivanti dall'applicazione di certi principi contabili (*fair value* IFRS, valore recuperabile, valore d'uso IFRS, ecc.);
 - i valori risultanti dall'applicazione dei criteri previsti dalla legge per particolari operazioni straordinarie (oggetto delle valutazioni legali);
 - i valori risultanti da norme tributarie;
 - i valori risultanti dai criteri fissati dagli enti regolatori;
 - i valori risultanti da particolari pattuizioni contrattuali.

6.1.5. Valore di smobilizzo.

- Il valore di smobilizzo è un prezzo fattibile in condizioni non ordinarie di chiusura del ciclo d'investimento (es. il valore cauzionale definito *ex ante* o il valore di liquidazione).
- Di solito il valore di smobilizzo emerge quando non è rispettata la conclusione naturale dell'investimento (ad esempio perché si alienano attrezzature che erano state acquisite per un utilizzo indefinito).

6.1.6. Valore intrinseco (o fondamentale).

- Nel caso di valutazioni d'azienda, di partecipazioni azionarie, di singole azioni, di strumenti finanziari e di beni immateriali si può fare riferimento ad un'ulteriore

configurazione di valore rappresentata dal valore intrinseco (o fondamentale). Il valore intrinseco esprime l'apprezzamento che un qualsiasi soggetto razionale operante sul mercato senza vincoli e in condizioni di trasparenza informativa dovrebbe esprimere alla data di riferimento, in funzione dei benefici economici offerti dall'attività medesima e dei relativi rischi.

- Il valore intrinseco (chiamato frequentemente anche valore economico del capitale nel caso delle aziende) è frutto dell'analisi fondamentale, poiché, pur tenendo presenti gli indicatori di mercato per la quantificazione degli *input* (in particolare del tasso di attualizzazione), richiede la stima dei benefici economici (dei flussi di risultati e della consistenza patrimoniale nel caso delle aziende) e l'apprezzamento del quadro di rischio ad essi associato.
- Il valore intrinseco è funzione della capacità di reddito corrente dell'azienda o del bene e delle opportunità di crescita concretamente realizzabili sulla base di azioni o progetti in cui l'impresa si è già impegnata. Il valore intrinseco esclude ogni tipo di potenzialità latente.
- In un mercato razionale operante in modo ordinato e in condizioni di trasparenza informativa, il valore intrinseco dovrebbe essere riflesso nei prezzi, e dunque nel valore di mercato. In presenza di asimmetrie informative, di turbamenti e di spinte non razionali di mercato, i prezzi e dunque i valori di mercato, possono scostarsi in misura anche rilevante dai valori intrinseci.
- Il valore intrinseco non include premi o sconti, in quanto normalmente esprime il valore recuperabile per un ipotetico investitore attraverso i flussi di risultato prospettici.

7. IL PROCEDIMENTO DI VALUTAZIONE.

7.1. Premessa e metodologica di valutazione adottata.

- Le *best practices* di valutazione delle aziende suggeriscono all'esperto di configurare il processo che intende seguire avuto riguardo alle finalità della stima che gli è stata richiesta, alla conseguente configurazione di valore e alle caratteristiche delle informazioni disponibili.
- La c.d. "base informativa" nel caso di questa valutazione è particolarmente ampia ed è, in particolare, costituita dai documenti riepilogati al capitolo 2.
- In considerazione:
 - delle caratteristiche di Gruppo SAE, ovvero delle caratteristiche in termini di aree di *business*, rischi operativi e tipologia di *asset* di proprietà;
 - delle informazioni rese disponibili;al fine della stima dell'*equity value* della Società ho utilizzato il metodo misto patrimoniale- reddituale con stima autonoma del *goodwill*.
- Tenuto conto della tipologia degli *asset* di proprietà di Gruppo SAE, ovvero sostanzialmente le testate editoriali e le partecipazioni, ai fini della determinazione dell'*equity value* ho stimato dapprima il valore delle Testate utilizzando il metodo dei multipli delle transazioni comparabili, mentre per le partecipazioni ho mantenuto il loro valore di libro al 31 dicembre 2024, eccetto per le partecipazioni detenute in SAE Sardegna e SAE Communication la cui stima è stata condotta utilizzando, rispettivamente, il metodo patrimoniale rettificato ed il metodo del DCF (*discounted Cash Flow* – "DCF") nella sua configurazione *unlevered*.

- La tabella di seguito riportata riepiloga le metodologie di valutazione utilizzate.

Tabella 15: riepilogo principali metodologie di valutazione utilizzate.

Partecipazioni	Metodologie di valutazione
Gruppo SAE S.p.A.	Metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del goodwill
SAE Sardegna S.p.A.	Patrimoniale rettificato
SAE Toscana S.r.l.	Book value
SAE Emilia S.r.l.	Book value
SAE Servizi S.r.l.	Book value
SAE Communication S.p.A.	Unlevered Discounted Cash Flows (UDCF)
SAE Comics S.r.l.	Book value
Altre Partecipazioni minori	Book value

7.2. Peculiarità valutative e limiti del lavoro.

- Per stimare il valore di mercato del capitale economico di Gruppo SAE e delle sue partecipazioni, si sono dovute affrontare alcune tematiche di natura contabile e di valutazione di particolare importanza e delicatezza. Di seguito si riassumono le principali.
- Quadro socio-macro economico e politico: come noto, la situazione socio e macro economica generale risulta ancora molto delicata, anche a seguito delle guerre in atto in Ucraina ed in Medio Oriente, oltre al quadro politico generale di incertezza a livello mondiale, e ciò rende complicata qualsiasi analisi di scenario per l'immediato futuro.
- Costi holding: ai fini della stima del valore di mercato di SAE Sardegna ho stimato i costi *holding* nella misura forfettaria del 10% del patrimonio netto rettificato. Tale incidenza percentuale rientra nel *range* normalmente rilevato nella prassi professionale. Tuttavia è utile evidenziare che eventuali diverse assunzioni tenute in considerazione ai fini della stima dei costi *holding* potrebbero determinare un diverso valore degli stessi con possibili

conseguenti ripercussioni sul valore di mercato di SAE Sardegna e, di conseguenza, di Gruppo SAE e della Partecipazione.

- Imposte potenziali sui plusvalori: le imposte potenziali sui plusvalori emergenti dalla valorizzazione a mercato delle partecipazioni rispetto ai rispettivi valori di carico iscritti in Gruppo SAE sono stati stimati tenendo in considerazione le vigenti aliquote fiscali e, laddove applicabile, il regime della c.d. *participation exemption* (PEX). Eventuali cambi normativi potrebbero pertanto condurre ad una diversa stima delle imposte potenziali sui plusvalori con possibili conseguenti ripercussioni sul valore di mercato di Gruppo SAE e della Partecipazione.
- Patrimonio netto contabile di Gruppo SAE di pre-chiusura 2024: il patrimonio netto contabile della Società al 31 dicembre 2024 è stato tenuto in considerazione sulla base di una situazione economica e patrimoniale di pre-chiusura. Pertanto, nel caso in cui il bilancio finale evidenziasse scostamenti rispetto alla suddetta situazione di pre-chiusura, il patrimonio netto della Società potrebbe evidenziare variazioni e, conseguentemente, anche il valore di mercato di Gruppo SAE (e della Partecipazione) potrebbe evidenziare scostamenti rispetto a quello considerato nella presente Perizia.
- Utilizzo delle copie medie giornaliere diffuse in Italia e all'estero (cartaceo e digitale): giova premettere che, dal 2021, secondo le definizioni fornite da ADS, per totale diffusione cartacea + digitale si intende la sommatoria (i) del totale diffusione pagata Italia e del totale diffusione promozionale e gratuita Italia (cartacea e digitale), (ii) delle copie digitali abbinate agli abbonamenti cartacei e (iii) della diffusione estero (per maggiori informazioni si rimanda alle definizioni fornite sul sito ufficiale). Nell'ambito della stima

del valore delle Testate, come meglio descritto nei paragrafi che seguono, ho selezionato ed utilizzato il metodo dei multipli di transazione. Tale metodo presuppone l'applicazione di un multiplo calcolato dal rapporto tra il prezzo pagato per una certa testata editoriale (numeratore) ed un'altra grandezza (denominatore). Per quanto riguarda quest'ultima ho ritenuto opportuno tenere in considerazione le copie medie giornaliere diffuse in Italia e all'estero (cartaceo e digitale); ciò in quanto, oltre a tener conto di variabili "prettamente" economiche (quali per esempio le copie pagate), in questo modo si tiene altresì conto della diffusione della testata stessa. La diffusione di un quotidiano, infatti, oltre ad individuare i ricavi relativi alle copie vendute, agli abbonamenti pagati ed alle vendite c.d. "in blocco", etc... è una delle determinanti per la raccolta pubblicitaria e per altri fattori, tra cui anche i contributi all'editoria previsti dalla normativa italiana.

- Prezzi di transazione delle testate considerate ai fini della determinazione dei multipli:
nell'ambito della stima del valore delle Testate, i multipli di transazione sono stati determinati considerando al numeratore del rapporto il prezzo pagato per l'acquisto del ramo d'azienda editoriale, congiuntamente al prezzo pagato per i domini. Nel ramo d'azienda sono ricompresi anche altre attività e passività e non esclusivamente la "testata" editoriale. Tuttavia, ai fini dell'analisi, appare ragionevole poter ricondurre sostanzialmente il ramo d'azienda alla testata editoriale e, pertanto, ricondurre il prezzo pagato a quest'ultima.
- Premio di controllo sulle partecipazioni detenute da Gruppo SAE: tra le rettifiche apportate al patrimonio netto di Gruppo SAE è stata considerata anche la rettifica legata

al plusvalore sulla partecipazione detenuta in SAE Sardegna e SAE Communication. In considerazione delle quote di partecipazione detenute da Gruppo SAE, ovvero rispettivamente il 51% ed il 51,67% (quest'ultima *post* riorganizzazione, come meglio dettagliato al § 3.6.5), ai fini della stima ho considerato un premio di controllo del 25%. Il premio considerato si colloca in un *range* ritenuto ormai consolidato, sia in ambito accademico, che nella prassi professionale, collocandosi in un intervallo compreso tra il 10% e il 30% e talvolta anche il 35%, in funzione della dimensione della partecipazione che attribuisce il controllo, della presenza di clausole statutarie o contrattuali che limitino il potere degli azionisti di controllo rispetto a quelli di minoranza, infine della presenza di azioni prive o con limitazioni del diritto di voto che, di fatto, consentono l'esercizio del controllo tramite il possesso di quote azionarie dell'intero capitale sociale ancora più basse (c.d. leva societaria). E' tuttavia utile precisare che in letteratura e nella prassi di mercato la misura del premio varia da caso a caso ed è quindi evidente che, laddove si dovessero considerare differenti misure del premio di controllo rispetto al 25%, si potrebbero generare differenti valorizzazioni della quota di partecipazione di SAE Sardegna e SAE Communication detenute da Gruppo SAE, con conseguenti impatti sulla valutazione finale della Società e della Partecipazione.

- Stima del *goodwill* di Gruppo SAE: per la stima del *goodwill* ho dovuto assumere alcune ipotesi, tra cui in particolare (i) il numero di anni in cui possa perdurare il sovra-reddito e (ii) il tasso di attualizzazione del sovra-reddito stesso. Più precisamente:
 - numero di anni in cui perdura il sovra-reddito: come meglio evidenziato al § 8.2.6, ho ipotizzato che il sovra-reddito possa perdurare per un arco temporale compreso tra i

4 e 6 anni, con un valore medio di 5 anni. Tale assunzione, nell'ambito del metodo utilizzato, può avere evidentemente un impatto significativo sul valore del *goodwill* e, di conseguenza, sul valore finale di Gruppo SAE e della Partecipazione. Su tale aspetto non si ha un indirizzo univoco, né nella prassi professionale, né in ambito accademico. Si ritiene tuttavia opportuno legare la scelta ad una serie di fattori, tra cui per esempio il settore in cui opera l'azienda, il suo posizionamento competitivo e altri fattori. Eventuali diverse ipotesi assunte nell'ambito della stima potrebbero pertanto avere impatti, anche significativi, sul valore del *goodwill* e, quindi, sul valore finale di Gruppo SAE e della Partecipazione.

- Tasso di attualizzazione del sovra-reddito: come meglio evidenziato al § 8.2.5, ho considerato un tasso di attualizzazione del sovra-reddito nella misura del 3,7%, corrispondente al tasso privo di rischio. Al riguardo, sia la dottrina, che la prassi professionale, non sono univoche nell'indicare il *free risk rate* quale tasso adeguato per l'attualizzazione del sovra-reddito, anche se risulta essere una delle opzioni possibili, parimenti all'impiego di un tasso pari al *free risk rate* aumentato del c.d. *market risk premium*. E' quindi opportuno evidenziare che eventuali diverse ipotesi sottostanti la scelta del tasso potrebbero avere impatti, anche significativi, sul valore del *goodwill* e, quindi, sul valore finale di Gruppo SAE e della Partecipazione.
- Premio di rischio addizionale: nell'ambito della valutazione di SAE Communication, condotta con il metodo DCF nella sua configurazione *unlevered*, ho stimato un tasso di attualizzazione dei flussi di cassa (c.d. "WACC") pari al 10,6%; tale tasso, come meglio precisato al § 8.5, è stato stimato tenendo in considerazione anche un premio di rischio addizionale del 3%. La misura di tale premio, stimato forfettariamente, fonda la sua ragion d'essere nel rischio legato all'*execution* del *BP Next Different*, nonché alle eccezionali

condizioni di incertezza generale legata alla situazione di politica internazionale. La misura del premio di rischio addizionale, come noto, è prevalentemente di natura soggettiva e dipende da un'ampia serie di parametri difficili da valutare compiutamente. Pertanto, una diversa entità del premio di rischio addizionale potrebbe determinare un differente tasso e, conseguentemente, un differente valore del WACC, con relative ripercussioni sul valore finale di SAE Communication e, quindi della Società e della Partecipazione.

- Sconto di minoranza ed illiquidità: nella valorizzazione della Partecipazione oggetto della possibile Operazione, come meglio descritto al § 9.1, al valore di mercato proporzionale della Partecipazione ho applicato uno sconto atto a riflettere le condizioni di limitata negoziabilità di una partecipazione di minoranza in una società i cui titoli non sono quotati in borsa (*i.e.* sconto di minoranza e sconto per l'illiquidità del capitale della Società). Come noto gli studi empirici che quantificano tali sconti sono molteplici, alcuni risalenti nel tempo, e restituiscono evidenze spesso discordanti. Anche nella prassi professionale si riscontrano applicazioni pratiche di sconti che possono variare tra loro anche in maniera significativa. Tenuto conto della letteratura in questione e della prassi professionale normalmente seguita nell'applicazione degli sconti (o premi) ho ritenuto ragionevole applicare (i) uno sconto per l'illiquidità tra il 5% ed il 15% (con un valore medio del 10%) e (ii) uno sconto di minoranza tra il 10% ed il 20% (con un valore medio del 15%). Alla luce delle considerazioni sopra esposte è evidente che, laddove si dovessero considerare differenti misure dei suddetti sconti, il valore della Partecipazione potrebbe variare.

8. LA VALUTAZIONE DI GRUPPO SAE.

8.1. Premessa.

- Come già ricordato al § 7.1, nel caso in oggetto, al fine di stimare il valore di mercato del capitale di Gruppo SAE, ho scelto di adottare il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill*. Tale procedimento ha permesso di valorizzare, in particolare, le differenti partecipazioni e *asset* detenuti dalla Società utilizzando le metodologie valutative ritenute più opportune in funzione delle diverse aree di *business* e delle informazioni disponibili (cfr Tabella 15 riportata al § 7.1).
- Partendo dal patrimonio netto di Gruppo SAE di pre-chiusura al 31 dicembre 2024 ho determinato i plusvalori (o minusvalori) rispetto al valore contabile delle partecipazioni e degli *asset* dalla stessa detenuti, tenendo debitamente in considerazione i relativi potenziali impatti fiscali, stimando così il patrimonio netto rettificato necessario all'impiego della metodologia di valutazione selezionata.

8.2. Il valore di mercato di Gruppo SAE.

- L'equity value di Gruppo SAE alla data del 31 dicembre 2024 (100% *basis*), utilizzando il metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill*, risulta compreso tra 44.074 €/000 e 44.773 €/000 con un valore centrale di 44.429 €/000.
- Tale valore è stato ottenuto sommando al patrimonio netto rettificato di 42.513 €/000 (cfr § 8.2.2) il valore del *goodwill* compreso tra 1.561 €/000 e 2.260 €/000, con un valore centrale di 1.917 €/000 (cfr § 8.2.3).

- Il suddetto equity value tiene in considerazione, in particolare, i seguenti elementi che verranno discussi e trattati in dettaglio nei paragrafi che seguono:
 - un reddito normalizzato di 5.069 €/000 (cfr § 8.2.1);
 - un patrimonio netto rettificato al 31 dicembre 2024 di 42.513 €/000 (cfr § 8.2.2), ottenuto sommando al patrimonio netto contabile di Gruppo SAE al 31 dicembre 2024 di 16.292 €/000 rettifiche per complessivi 26.221 €/000;
 - un *goodwill* compreso tra 1.561 €/000 e 2.260 €/000, con un valore centrale di 1.917 €/000, stimato tenendo in considerazione:
 - un tasso di rendimento normale (i") pari al 10,9% (cfr § 8.2.4);
 - un tasso di attualizzazione del sovrareddito (i') pari al 3,7% (cfr § 8.2.5);
 - un orizzonte temporale di riferimento ("n") ai fini della stima del *goodwill* compreso tra 4 e 6 anni, con un valore centrale di 5 anni (cfr § 8.2.6).
- Nei paragrafi che seguono verranno trattati in dettaglio i suddetti addendi.

8.2.1. Il reddito normalizzato.

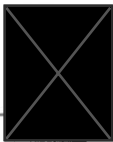
- Per lo sviluppo del metodo misto patrimoniale-reddituale con stima autonoma del *goodwill* occorre innanzitutto analizzare i risultati netti di Gruppo SAE, al fine di apportare eventuali rettifiche agli stessi per la normalizzazione del reddito.
- Il periodo di riferimento che ho considerato è il periodo di piano di Gruppo SAE' *business plan* della Società approvato dal CdA di Gruppo SAE in data 24 luglio 2024), che tiene conto dei risultati netti di Gruppo SAE. Più precisamente, nel caso specifico, ho considerato quale reddito normalizzato il risultato netto *quanto ritenuto adeguatamente a regime, anche in considerazione delle operazioni straordinarie che interessano la Società. Tale risultato non ha richiesto, sulla base delle*

informazioni fornitemi, rettifiche per “sterilizzare” componenti di reddito straordinarie o comunque non ricorrenti.

8.2.2. Il patrimonio netto rettificato.

- Per l'applicazione del metodo di valutazione selezionato è necessario procedere altresì alla determinazione del c.d. patrimonio netto rettificato K'.
- Nel caso in esame, partendo dal patrimonio netto contabile di Gruppo SAE al 31 dicembre 2024, pari a 16.292 €/000, ho apportato una serie di rettifiche pari complessivamente a 26.221 €/000, determinando quindi un patrimonio netto rettificato (K') di 42.513 €/000, come meglio dettagliato nella tabella seguente.

Tabella 16: patrimonio netto rettificato di Gruppo SAE al 31 dicembre 2024.

Patrimonio netto Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024	16.292
Plusvalore SAE Sardegna S.p.A. netto imposte	
Plusvalore SAE Communication S.p.A. netto imposte	
Plusvalore/(minusvalore) immobili netto imposte	
Plusvalore/(minusvalore) Testate Gruppo SAE netto imposte	
Totale Rettifiche	
Patrimonio netto rettificato Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024 (K')	42.513

- Come si evince dalla tabella sopra riportata, le rettifiche apportate al patrimonio netto contabile di Gruppo SAE hanno riguardato, in particolare:
 - il plusvalore, al netto delle imposte, sulla partecipazione del 51% detenuta da Gruppo SAE in SAE Sardegna, pari a 1.530 €/000. Più precisamente, per la determinazione di tale plusvalore ho proceduto come segue:
 - ho dapprima stimato il valore di SAE Sardegna (100% *basis*) adottando il metodo patrimoniale rettificato, pari a 7.229 €/000, come meglio dettagliato al § 8.4;

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

- o ho moltiplicato il suddetto valore per la quota di partecipazione del 51% detenuta da Gruppo SAE, determinando il valore *pro-quota* di 3.687 €/000;
- o al valore *pro-quota* ho applicato un premio di controllo del 25%, stimando il valore della partecipazione SAE Sardegna *pro-quota* Gruppo SAE pari a 4.609 €/000;
- o ho successivamente confrontato il valore sopra stimato con il valore di carico al 31 dicembre 2024 della partecipazione SAE Sardegna in capo a Gruppo SAE, pari a 3.060 €/000, determinando così il plusvalore lordo imposte di 1.549 €/000;
- o al suddetto plusvalore ho infine sottratto il potenziale impatto fiscale (in regime PEX) di 19 €/000, stimando così il plusvalore netto imposte *pro-quota* Gruppo SAE pari a 1.530 €/000. La tabella seguente mostra in dettaglio la stima del plusvalore.

Tabella 17: plusvalore della partecipazione SAE Sardegna detenuta dal Gruppo SAE al 31 dicembre 2024.

SAE Sardegna S.p.A.	
Data di riferimento della valutazione	31/12/24
Metodologia applicata:	PN rettificati
Market Value SAE Sardegna S.p.A. (100% basis)	7.229
Quota posseduta da Gruppo SAE S.p.A. al 30/09/2023	51,00%
Market Value SAE Sardegna S.p.A. <i>pro-quota</i> Gruppo SAE S.p.A.	3.687
Premio di controllo	25,00%
Market Value SAE Sardegna S.p.A. <i>pro-quota</i> Gruppo SAE S.p.A.	4.609
Valore di carico SAE Sardegna S.p.A. al 30/09/2023	3.060
Plusvalore SAE Sardegna S.p.A.	1.549
Effetto fiscale potenziale su plusvalore (@5%*24%)	(19)
Plusvalore SAE Sardegna S.p.A. <i>pro-quota</i> Gruppo SAE netto imposte	1.530

- il plusvalore sulla partecipazione del 51,67% detenuta da Gruppo SAE in SAE Communication (al netto delle imposte), pari a 15.626 €/000. Più precisamente, per la determinazione di tale plusvalore ho proceduto come segue:

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

- ho dapprima stimato il valore di SAE Communication (100% *basis*) adottando il metodo DCF nella sua configurazione *unlevered*, pari a 47.727 €/000, come meglio dettagliato al § 8.5;
- ho moltiplicato il suddetto valore per la quota di partecipazione del 51,67% detenuta da Gruppo SAE (post riorganizzazione, come meglio descritto al § 3.6.5), determinando il valore *pro-quota* di 24.660 €/000;
- al valore *pro-quota* ho applicato un premio di controllo del 25%, stimando il valore della partecipazione SAE Communication *pro-quota* Gruppo SAE pari a 30.825 €/000;
- ho successivamente confrontato il valore sopra stimato con il valore di carico al 31 dicembre 2024 della partecipazione SAE Communication in capo a Gruppo SAE, pari a 15.010 €/000, determinando così il plusvalore lordo imposte di 15.815 €/000;
- al suddetto plusvalore ho infine sottratto il potenziale impatto fiscale (in regime PEX) di 190 €/000, stimando così il plusvalore netto imposte *pro-quota* Gruppo SAE pari a 15.626 €/000. La tabella seguente mostra in dettaglio la stima del plusvalore.

Tabella 18: plusvalore della partecipazione SAE Communication detenuta dal Gruppo SAE al 31 dicembre 2024.

SAE Communication	
Data di riferimento della valutazione	31/12/24
Metodologia applicata:	DCF
Market Value SAE Communication (100% basis)	47.727
Quota posseduta da Gruppo SAE al 31/12/2024	51,67%
Market Value SAE Communication pro-quota Gruppo SAE	24.660
Premio di controllo	25,00%
Market Value SAE Communication pro-quota Gruppo SAE	30.825
Valore di carico SAE Communication al 31/12/2024	15.010
Plusvalore SAE Communication	15.815
Effetto fiscale potenziale su plusvalore (@5%*24%)	(190)
Plusvalore SAE Communication pro-quota Gruppo SAE netto imposte	15.626

- il minusvalore sull'Immobile Grosseto di cui alla perizia di valutazione, al netto della fiscalità latente, pari a 11 €/000 (per maggiori dettagli si rimanda al § 8.3);
- il plusvalore delle testate editoriali Il Tirreno e Le Gazzette (*i.e.* le Testate Gruppo SAE), al netto delle imposte latenti, per complessivi 9.076 €/000, di cui 4.527 €/000 Il Tirreno e 4.549 €/000 Le Gazzette (per maggiori dettagli sulle valutazioni delle Testate Gruppo SAE si rimanda al § 8.6). Più precisamente, ho confrontato il valore delle Testate Gruppo SAE stimato utilizzando il metodo dei multipli di transazione, pari complessivamente a 20.078 €/000 (di cui 10.962 €/000 Il Tirreno e 9.116 €/000 Le Gazzette), con i rispettivi valori di carico (*i.e.* gli avviamenti, generatisi a seguito degli acquisti dei rami d'azienda delle testate editoriali, sostanzialmente riconducibili ai valori di carico delle testate stesse) pari complessivamente a 7.490 €/000 (di cui 4.683 €/000 Il Tirreno e 2.807 €/000 Le Gazzette), determinando un plusvalore lordo imposte complessivo di 12.588 €/000 (di cui 6.279 €/000 Il Tirreno e 6.309 €/000 Le Gazzette); a tale plusvalore ho infine sottratto le potenziali imposte pari complessivamente a 3.512 €/000 (di cui 1.752 €/000 Il Tirreno e 1.760 €/000 Le Gazzette), determinando quindi il plusvalore (netto imposte) pari complessivamente a 9.076 €/000 (di cui 4.527 €/000 Il Tirreno e 4.549 €/000 Le Gazzette). La tabella seguente mostra in dettaglio i calcoli sopra esposti.

Tabella 19: plusvalore delle Testate Gruppo SAE.

<u>Testata Il Tirreno</u>	
Data di riferimento della valutazione	31/12/24
Metodologia applicata:	Multipli
Valore della Testata Il Tirreno	10.962
Valore di carico Testata Il Tirreno al 31/12/2024	4.683
Plusvalore Testata Il Tirreno	6.279
Effetto fiscale potenziale su plusvalore (@IRES e IRAP)	(1.752)
Plusvalore Testata Il Tirreno netto imposte	4.527
<u>Testate Le Gazzette</u>	
Data di riferimento della valutazione	31/12/24
Metodologia applicata:	Multipli
Valore delle Testate Le Gazzette	9.116
Valore di carico Testate Le Gazzette al 31/12/2024	2.807
Plusvalore Testate Le Gazzette	6.309
Effetto fiscale potenziale su plusvalore (@IRES e IRAP)	(1.760)
Plusvalore Testate Le Gazzette netto imposte	4.549

8.2.3. La determinazione del goodwill.

- Ho stimato la componente di *goodwill* raffrontando il reddito normalizzato, pari come anticipato a 5.069 €/000, con il rendimento normale del patrimonio netto rettificato (i''), pari a 4.642 €/000. Il rendimento normale del patrimonio netto rettificato è stato determinato moltiplicando il tasso di rendimento normale (i''), pari al 10,9% (corrispondente al K_{el} , come meglio specificato al § 8.2.4), al patrimonio netto rettificato (K') pari a 42.513 €/000.
- Raffrontando il reddito normalizzato di 5.069 €/000 con il rendimento minimo del patrimonio netto rettificato di 4.642 €/000, si ottiene il valore di 427 €/000. Tale sovra-reddito è stato infine considerato per un arco temporale compreso tra 4 e 6 anni, con un valore centrale di 5 anni (cfr § 8.2.6); il valore lordo così ottenuto è stato successivamente attualizzato ad un tasso del 3,7% (corrispondente al *free risk rate*,

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

come meglio dettagliato nella Tabella 21 del § 8.2.4), ottenendo un valore del *goodwill* compreso tra 1.561 €/000 e 2.260 €/000, con un valore centrale di 1.917 €/000.

- La tabella seguente mostra in dettaglio i calcoli.

Tabella 20: stima del goodwill di Gruppo SAE.

(C/000)	Min	Media	Max	VAN		
				1.561	1.917	2.260
Tasso di attualizzazione del sovrareddito ($i'=R_f$)	3,71%	3,71%	3,71%	427	427	427
Tasso di rendimento normale ($i''=K_{el}$)	10,92%	10,92%	10,92%	427	427	427
Anni (n)	4	5	6	427	427	427
Rendimento normale di K' ($K' \cdot i''$)	4.642	4.642	4.642	427	427	427
($R-i'' \cdot K'$)	427	427	427			427
Goodwill/(Badwill)	1.561	1.917	2.260			

8.2.4. Il tasso di rendimento normale (i'').

- Ho stimato il tasso di rendimento normale (i'') del patrimonio netto rettificato della Società, come detto, pari al 10,9% e corrisponde al costo dell'*equity* stimato per il Gruppo SAE (K_{el}).
- Più precisamente, ho stimato il suddetto tasso utilizzando i parametri dettagliati nella tabella seguente.

Tabella 21: stima del K_{el} di Gruppo SAE.

Parametri	Valori	Note
R_f (Risk free rate)	3,71%	Fonte: Banca d'Italia - BTP 10y (media 2024)
MRP (Market Risk Premium)	6,20%	Market Risk Premium used in 96 countries in 2024 - Pablo Fernandez - 11.3.2024
A_{rp}	2,00%	Stima forfettaria
B_u (Beta unlevered)	0,642	Beta unlevered - osservazione mensile - 5y - Publishing & Newspapers
K_{eu}	9,68%	$K_{eu} = R_f + (B_u \cdot MRP) + A_{rp}$
D/E	40,8%	Fonte: Damodaran (elaborazioni del 5/1/2025) - "Publishing & Newspapers"
B_l (Beta relevered)	0,841	Fonte: Damodaran (elaborazioni del 5/1/2025) - "Publishing & Newspapers"
K_{el}	10,92%	$K_{el} = R_f + (B_l \cdot MRP) + A_{rp}$

- E' utile ricordare che il tasso di rendimento normale applicato al patrimonio netto rettificato (K') esprime una misura di rendimento giudicata soddisfacente tenuto conto del grado di rischio che l'azienda incontra.

8.2.5. Il tasso di attualizzazione del sovrareddito (i').

- Ai fini dell'attualizzazione del sovra-reddito è stato impiegato il tasso (i') del 3,7%, che corrisponde al rendimento medio lordo a scadenza dei BTP decennali italiani del 2024 (fonte: Banca d'Italia).
- E' utile richiamare quanto già anticipato al § 7.2, ovvero che al riguardo, sia la dottrina, che la prassi professionale non sono univoche nell'indicare il *free risk rate* quale tasso adeguato per l'attualizzazione del sovra-reddito, anche se risulta essere una delle opzioni possibili, parimenti all'impiego di un tasso pari al *free risk rate* aumentato del *market risk premium*.

8.2.6. L'orizzonte temporale di riferimento ("n").

- Nel contesto della determinazione del *goodwill*, come anticipato, ho considerato un orizzonte temporale compreso tra i 4 e 6 anni, con un valore centrale di 5 anni.
- Anche in questo caso è utile richiamare quanto già evidenziato al § 7.2, ovvero che sul numero di anni considerati in cui si stima possa perdurare il sovra-reddito non si ha un indirizzo univoco, né nella prassi professionale, né in ambito accademico, anche se un periodo medio di 5 anni appare ragionevole in considerazione delle caratteristiche della Società.

8.3. Stima del valore di mercato dell'Immobile Grosseto.

- La Società è proprietaria di un fabbricato sito in Grosseto iscritto nel bilancio di pre-chiusura la 31 dicembre 2024 per un valore netto di circa 198 €/000.
- Sulla base di una perizia immobiliare redatta dall'Agenzia delle Entrate in data 5 dicembre 2022 ho tenuto in considerazione il valore di mercato da quest'ultima prodotto pari a 183 €/000, determinando un minusvalore latente su tale fabbricato (al netto delle potenziali imposte fiscali), pari a 11 €/000.

Tabella 22: riepilogo del valore del fabbricato sito in Grosseto (€/000).

Immobile Grosseto	
Data di riferimento della valutazione	05/12/22
Metodologia applicata:	Perizia
Market Value Immobile Grosseto	183
Valore di carico Immobile Grosseto al 31/12/2024	198
Plusvalore Immobile Grosseto	(15)
Effetto fiscale potenziale su plusvalore (@IRES e IRAP)	4
Plusvalore Immobile Grosseto netto imposte	(11)

- E' utile precisare che a far data dal 1° gennaio 2025 il suddetto *asset* rientra nel ramo d'azienda trasferito da Gruppo SAE in SAE Toscana.

8.4. Stima del valore di mercato di SAE Sardegna.

- Come anticipato al § 8.2.2, il *Market Value* di SAE Sardegna (100% *basis*) alla data del 31 dicembre 2024, applicando il metodo patrimoniale rettificato, risulta pari a 7.229 €/000.
- Tenuto conto della quota di partecipazione detenuta in SAE Sardegna da Gruppo SAE (*i.e.* 51%) il valore di mercato proporzionale della partecipazione in capo alla Società al 31 dicembre 2024 risulta pari a 3.687 €/000. Applicando infine un premio di controllo del

25%, il valore di mercato di SAE Sardegna *pro-quota* Gruppo SAE, risulta pari a 4.609 €/000.

- Tenuto in considerazione il valore di carico in Gruppo SAE al 31 dicembre 2024 di 3.060 €/000, il plusvalore al netto delle imposte latenti risulta pari a 1.530 €/000.
- Nella tabella seguente viene mostrato l'*equity value* di SAE Sardegna applicando il metodo patrimoniale rettificato. La scelta del metodo di valutazione è riconducibile, sostanzialmente, anche alla consistenza patrimoniale della società costituita dalla testata editoriale di sua proprietà.
- Nello specifico, al patrimonio netto contabile al 31 dicembre 2024, pari a 7.467 €/000, ho sommato il plusvalore netto imposte del valore di mercato della testata La Nuova Sardegna per 565 €/000, determinando quindi un patrimonio netto rettificato pari a 8.032 €/000. A tale valore ho infine sottratto costi *holding* per 803 €/000, stimati forfettariamente pari al 10% del patrimonio netto rettificato, ottenendo così il valore di 7.229 €/000.
- E' utile precisare che il plusvalore sulla testata tiene conto di una stima del valore di mercato della stessa pari a 11.924 €/000 (come meglio descritto al § 8.6) rispetto ad un valore di carico della stessa di 11.151 €/000 e imposte potenziali sul plusvalore per 208 €/000.
- La tabella seguente mostra in dettaglio i calcoli effettuati.

Tabella 23: sintesi del valore di mercato di SAE Sardegna applicando il metodo patrimoniale rettificato.

Equity Value di SAE Sardegna S.p.A.	
(€/000)	
Patrimonio netto SAE Sardegna S.p.A. al 31/12/2024	7.467
Plusvalore Testate SAE Sardegna netto imposte	565
Patrimonio netto SAE Sardegna S.p.A. al 31/12/2024 rettificato	8.032
Rettifica per costi di Holding (@10%)	(803)
Equity Value al 31/12/2024	7.229
N° azioni in circolazione	6.000.000
Valore per azione (in €)	1,205

8.5. Stima del valore di mercato di SAE Communication.

- Il *market value* di SAE Communication (100% *basis*) al 31 dicembre 2024 è stato stimato utilizzando il metodo del DCF nella sua configurazione *unlevered*. Tale metodologia, congiuntamente ad altre metodologie, trova ampio riscontro nell'ambito della prassi professionale.
- L'*enterprise value* stimato sulla base dei flussi di cassa desumibili dal *business plan* economico e patrimoniale di SAE Communication per il periodo 2025-2030 (*i.e.* il "BP Next Different") alla data del 31 dicembre 2024 e tenuto conto di un costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital* – "WACC") tra il 10,1% e l'11,1%, con un valore medio del 10,6%, risulta compreso tra 60.301 €/000 e 66.781 €/000, con un valore centrale di 63.363 €/000.
- Considerando una PFN (debito) alla data del 31 dicembre 2024 pari a 15.637 €/000, l'*equity value* di SAE Communication risulta compreso tra 44.665 €/000 e 51.145 €/000, con un valore centrale di 47.727 €/000, come meglio evidenziato nella tabella seguente.

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Tabella 24: riepilogo della valutazione di SAE Communication al 31 dicembre 2024 (€/000).

Sintesi valutazione SAE Communication al 31/12/2024 - (€/000)						
WACC	Valore del Piano		Valore terminale		Enterprise Value	Equity Value
10,1%	32.140	48,1%	34.641	51,9%	66.781	51.145
10,6%	31.612	49,9%	31.751	50,1%	63.363	47.727
11,1%	31.096	51,6%	29.205	48,4%	60.301	44.665

PFN al 31/12/2024 15.637

- La tabella di seguito riportata mostra un'analisi di sensitività dell'*equity value* di SAE Communication al variare del tasso di crescita perpetua (c.d. "g") e del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa (WACC).

Tabella 25: analisi di sensitività dell'*equity value* di SAE Communication al 31 dicembre 2024 (€/000).

Equity Value al 31/12/2024				
(€/000)	Tasso di crescita "g"			
WACC	1,75%	2,00%	2,25%	
10,1%	50.107	51.145	52.248	
10,6%	46.829	47.727	48.678	
11,1%	43.884	44.665	45.490	

- L'*enterprise value* di SAE Communication è stato stimato tenendo in considerazione il valore del piano ed il c.d. *terminal value*. Nello specifico:
 - il valore attuale netto al 31 dicembre 2024 dei flussi di cassa espliciti di piano (2025-2030), tenuto conto di WACC medio del 10,6%, risulta pari a 31.612 €/000, come meglio evidenziato nella tabella riportata alla pagina seguente.

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Tabella 26: valore del piano di SAE Communication al 31 dicembre 2024 (€/000).

Valore del Piano (€/000)	
EBIT	
- Imposte figurative	
= EBIT·(1- t)	
+ Amm.ti immob. mat. ed immateriali	
= Flusso di cassa della gestione corrente	
+/- variazioni del CCN	
- Investimenti netti in immobilizzazioni	
+/- Variazione altre attività/passività	
+/- Variazione fondi per rischi ed oneri	
+/- Variazione fondo TFR	
= Flusso di cassa operativo (FCFO)	
WACC	
Fattore di attualizzazione	
VAN al 31/12/2024	31.612

- il valore terminale medio, considerando un tasso di crescita ("g") del 2% e un flusso di cassa normalizzato pari a 4.996 €/000, risulta pari a 58.109 €/000; tenuto conto di WACC medio del 10,6%, il *terminal value* medio attualizzato al 31 dicembre 2024 risulta pari a 31.751 €/000, come di seguito meglio evidenziato.

Tabella 27: terminal value di SAE Communication al 31 dicembre 2024 (€/000).

(€/000)	Metodo della crescita perpetua		
Tassi di crescita	1,75%	2,00%	2,25%
Flusso di cassa disponibile normalizzato	4.996	4.996	4.996
Valore terminale	56.467	58.109	59.849
WACC	10,6%	10,6%	10,6%
Fattore di attualizzazione	0,546	0,546	0,546
Valore terminale attualizzato al 31/12/2024	30.854	31.751	32.702

- Il costo medio ponderato del capitale ("WACC") è stato stimato mediamente pari al 10,6%. La tabella di seguito riportata mostra in dettaglio le assunzioni adottate ai fini della stima, nonché il procedimento di calcolo.

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Tabella 28: stima del WACC di SAE Communication.

Parametri	Valori	Note
R_f (Risk free rate)	3,71%	Fonte: Banca d'Italia - BTP 10y (media 2024)
MRP (Market Risk Premium)	6,20%	Market Risk Premium used in 96 countries in 2024 - Pablo Fernandez - 11.3.2024
A_{rp}	3,00%	Stima forfettaria
B_u (Beta unlevered)	0,731	Beta unlevered - osservazione mensile - 5y - Advertising
K_{eu}	11,24%	$K_{eu} = R_f + (B_u * MRP) + A_{rp}$
D/E	43,7%	Fonte: Damodaran (elaborazioni del 5/1/2025) - Advertising
B_l (Beta relevered)	0,974	Fonte: Damodaran (elaborazioni del 5/1/2025) - Advertising
K_{el}	12,74%	$K_{el} = R_f + (B_l * MRP) + A_{rp}$
T	24,00%	Tax rate (IRES) -
D/(D+E)	30,4%	Fonte: Damodaran - Advertising
E/(D+E)	69,6%	Fonte: Damodaran - Advertising
K_d	7,48%	Euribor 6m (media 2024)+spread
$K_d * (1-T)$	5,69%	
WACC	10,60%	$WACC = kd * (1-t) * (D/(D+E)) + kel * (E/(D+E))$

8.6. Stima del valore di mercato delle testate editoriali.

- Per la stima del valore delle Testate, anche tenuto conto della disponibilità delle informazioni pubbliche, ho utilizzato il metodo dei multipli di transazione.
- Più precisamente, al fine di applicare tale metodo, ho proceduto come segue:
 - ho dapprima analizzato e selezionato alcune recenti transazioni su quotidiani e, in particolare sui seguenti: Corriere delle Alpi, Il Mattino di Padova, Il Piccolo, La Nuova di Venezia e Mestre, Messaggero Veneto, La Tribuna di Treviso e Nordest Economia e la Gazzetta di Mantova.
 - sulla base dei dati forniti da ADS, ho rilevato per ciascuna testata oggetto di transazione le copie medie giornaliere diffuse in Italia e all'estero (cartaceo e digitale);
 - ho infine calcolato il multiplo per copia rapportando il prezzo di transazione al numero delle copie medie giornaliere diffuse in Italia e all'estero (cartaceo e digitale).
- Sulla base del procedimento sopra descritto ho considerato i multipli di transazione riportati nella tabella seguente.

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Tabella 29: i multipli di transazione.

Testata	
Il Corriere delle Alpi	
Il Mattino di Padova	
Il Piccolo	
La Nuova di Venezia e Mestre	
Messaggero Veneto	
La Tribuna di Treviso e Nordest Economia	
La Gazzetta di Mantova	

⁽¹⁾ Media 2022 (Fonte: dati diffusione media gio

- Il multiplo medio di transazione, pari ad € 619, è stato infine applicato alle copie medie giornaliere diffuse delle Testate desunte dai dati forniti da ADS, ottenendo le valorizzazioni di cui alle tabelle seguenti.

Tabella 30: stima del valore di mercato della testata editoriale La Nuova Sardegna con il metodo dei multipli di transazione.

(€/000)	Enterprise Value
N° di copie medie giornaliere diffuse ⁽¹⁾	19.262
EV/Copia ⁽²⁾	€ 619
Valore Testata SAE Sardegna	11.924

⁽¹⁾ Media 2024 (fonte: ADS)

⁽²⁾ Multiplo medio (EV/n° copie diffuse) transazione di settembre e ottobre 202

Tabella 31: stima del valore di mercato della testata editoriale Il Tirreno con il metodo dei multipli di transazione.

(€/000)	Enterprise Value
N° di copie medie giornaliere diffuse ⁽¹⁾	17.708
EV/Copia ⁽²⁾	€ 619
Valore Testata SAE Toscana	10.962

⁽¹⁾ Media 2024 (fonte: ADS)

⁽²⁾ Multiplo medio (EV/n° copie diffuse) transazione di settembre e ottobre 202

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Tabella 32: stima del valore di mercato delle testate editoriali Le Gazzette con il metodo dei multipli di transazione.

(€000)	Enterprise Value			
	Gazzetta di Reggio	La Nuova Gazzetta di Modena	La Nuova Ferrara	Totale
N° di copie medie giornaliere diffuse ⁽¹⁾	5.280	5.464	3.983	14.726
EV/Copia ⁽²⁾	€ 619	€ 619	€ 619	€ 619
Valore Testate SAE Emilia	3.268	3.382	2.465	9.116

⁽¹⁾ Media 2024 (fonte: ADS)

⁽²⁾ Multiplo medio (EV/n° copie diffuse) transazione di settembre e ottobre 2023

9. LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE OGGETTO DELLA POSSIBILE OPERAZIONE.

9.1. Gli sconti di minoranza e di illiquidità.

- Come già ricordato al § 1.1, mi è stato chiesto di stimare il valore di mercato di una quota di partecipazione di minoranza detenuta in Gruppo SAE oggetto di una possibile operazione di compravendita. Sulla base di quanto comunicatomi, tale quota oggetto della possibile Operazione potrebbe riguardare circa il 10,7% del capitale della Società (*i.e.* la “Partecipazione”).
- Obiettivo del presente paragrafo è fornire elementi ed informazioni utili per stimare lo sconto di minoranza e lo sconto di illiquidità applicabili nella valorizzazione di mercato di una quota di partecipazione al capitale della Società priva di poteri di controllo e le cui azioni non sono scambiate in mercati regolamentati. Infatti, indipendentemente dal potenziale soggetto acquirente, la prospettiva di valutazione è quella di un *willing buyer* interessato ad acquisire, appunto, una quota di minoranza ed i cui titoli non sono prontamente liquidabili in caso di cessione.
- Per quanto riguarda lo sconto di illiquidità è agevole intuire la *ratio* sottostante l'applicazione (teorica e pratica) di tale sconto, che risiede, come detto, nel fatto che un titolo negoziato in mercati regolamentati è più facilmente scambiabile rispetto ad un titolo non negoziato su tali mercati. Nel caso in esame, come anticipato al § 7.2, premesso che gli studi empirici che quantificano tali sconti sono molteplici e restituiscono evidenze spesso anche discordanti tra loro, ho considerato uno sconto atto a riflettere le condizioni di

limitata negoziabilità di una partecipazione in una società i cui titoli non sono quotati in borsa, tra il 5% ed il 15%, con un valore centrale del 10%. La misura dello sconto di illiquidità assunta tiene conto di diversi studi, tra cui lo studio condotto da W.L. Silber - *"Discount on restricted stock: the impact of liquidity on stock prices"* (in *Financial Analysis Journal*, vol. 47, 1997), più recentemente confermato dal *working paper* di J.D. Finnerty - *"The impact of transfer restriction on stock prices"* (*Analysis Group/ Economics*, Cambridge, Ottobre 2002). A supporto della scelta ho altresì consultato altri studi condotti da A. Damodaran - *"Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount"* (*New York Stern School of Business*, luglio 2005), *"Stout Restricted Stock Study Companion Guide 2017"* e *"Determining Discount for Lack of Marketability 2016"* (FMV Opinions Inc). In sintesi, è utile evidenziare che tale *range* di valori si colloca in una banda di oscillazione normalmente seguita anche nella prassi professionale.

- Per quanto attiene invece lo sconto di minoranza, tenuto conto della letteratura e della prassi professionale normalmente utilizzata nell'applicazione degli sconti, ho ritenuto ragionevole tenere in considerazione uno sconto di minoranza tra il 10% ed il 20%, con un valore medio del 15%.
- E' tuttavia opportuno evidenziare che la stima dell'entità degli sconti di minoranza è materia molto complessa. Gli studi empirici che quantificano tali sconti sono molteplici, alcuni risalenti nel tempo e restituiscono evidenze spesso discordanti, anche in ragione del fatto che la misura dei (male)fici che discendono dalla detenzione della minoranza è materia dinamica, che risente delle normative *pro tempore* vigenti in tema di protezione e tutela delle minoranze negli specifici mercati cui si fa riferimento. A ciò si aggiunga che

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

gli studi in questione si ispirano a filosofie di misurazione differenti degli sconti (e dei premi); le principali sono il c.d. *"block control premium"* e il c.d. *"voting premium"* e parametrano gli sconti (ed i premi) a basi diverse (*equity value* complessivo della società al netto del premio, prezzo unitario dell'azione di minoranza, etc...).

9.2. Sintesi del valore di mercato della Partecipazione.

- Sulla scorta di quanto precede, tenuto conto in particolare:
 - del valore di mercato del 100% del capitale di Gruppo SAE pari a 44.429 €/000;
 - della quota di Partecipazione oggetto della possibile Operazione;
 - degli sconti di illiquidità e minoranza da tener conto ai fini della valorizzazione di mercato della Partecipazione;
- il valore di mercato della Partecipazione può essere ragionevolmente stimato tra 3.245 €/000 e 4.080 €/000, con un valore centrale di 3.650 €/000.
- La tabella seguente mostra in dettaglio i calcoli effettuati.

Tabella 33: sintesi del valore di mercato della Partecipazione.

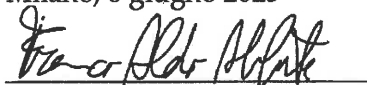
Stima del valore della Partecipazione			
(€/000)	Sensitivity in base allo sconto di minoranza ed illiquidità		
Equity Value Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024	44.429	44.429	44.429
N° azioni	4.726.740	4.726.740	4.726.740
Equity Value per azione (in €)	9,400	9,400	9,400
Quota di capitale oggetto della possibile Operazione	10,74%	10,74%	10,74%
N° azioni oggetto della possibile Operazione	507.614	507.614	507.614
Equity Value Partecipazione	4.771	4.771	4.771
Sconto di minoranza ed illiquidità ⁽¹⁾	32,0%	23,5%	14,5%
- Sconto per illiquidità	15,0%	10,0%	5,0%
- Sconto di minoranza	20,0%	15,0%	10,0%
Equity Value Partecipazione post sconti	3.245	3.650	4.080

⁽¹⁾ E' stato considerato uno sconto di minoranza e di liquidità applicando la seguente formula: $1 - (1 - \text{sconto di minoranza}) * (1 - \text{sconto di liquidità})$.

10. CONCLUSIONI.

- Mi è stato chiesto di determinare il valore di mercato della Società e, in particolare, della Partecipazione oggetto della possibile Operazione.
- Più precisamente, sulla base di quanto indicatomi, oggetto della possibile operazione di compravendita riguarderebbe l'acquisto di una quota corrispondente al 10,7% del capitale della Società, pari a 507.614 azioni.
- Con riferimento agli approcci valutativi illustrati nel capitolo 5 ed ai criteri metodologici riportati al capitolo 7, tenuto conto delle attività svolte da Gruppo SAE (e dalle sue partecipate), considerate le peculiarità valutative e i limiti del lavoro illustrati nel § 7.2, ho proceduto nel capitolo 8 alla stima del valore di mercato (o *Equity Value*) della Società alla data del 31 dicembre 2024 e, quindi, al capitolo 9 alla stima del valore di mercato della Partecipazione.
- Tutto ciò premesso, il valore di mercato di Gruppo SAE (100% *basis*), come dettagliatamente descritto nella presente Perizia, può essere ragionevolmente stimato complessivamente pari a 44.429 €/000 (valore arrotondato per difetto).
- Tenuto conto delle azioni oggetto della possibile Operazione, richiamando quanto esposto nel § 9.1 per i riferimenti e i parametri utili per la quantificazione degli sconti di minoranza e di illiquidità, il valore di mercato della Partecipazione può essere stimato complessivamente tra 3.245 €/000 e 4.080 €/000, con un valore centrale di 3.650 €/000.

Milano, 6 giugno 2025



Franco Aldo Abbate

Allegato 1. Profilo professionale e scientifico dell'esperto incaricato della valutazione.

Come richiesto dai Principi Italiani di Valutazione - 2015, si forniscono le informazioni atte ad apprezzare il profilo professionale dell'esperto incaricato. Il sottoscritto, Dott. Franco Aldo Abbate, negli anni più recenti ha ricoperto o ricopre i seguenti principali incarichi:

- Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti;
- Iscritto all'Albo dei consulenti tecnici del giudice (Tribunale di Milano) per le seguenti specialità: valutazione delle aziende, finanza aziendale e mercato mobiliare;
- Sindaco di società quotate in Borsa (Esprinet S.p.A. e Guala Closures S.p.A.);
- Sindaco di Clessidra Private Equity SGR S.p.A., Clessidra Capital Credit SGR S.p.A. e Clessidra Factoring S.p.A.;
- Sindaco Effettivo di rilevanti gruppi industriali italiani;
- Membro del Collegio dei Revisori di istituzioni *no profit* (Fondazione Nicola Trussardi e Centro Italiano Aiuti all'Infanzia - CIAI);
- Consigliere di Amministrazione di importanti gruppi privati italiani;
- attuale attività *core* nell'*investment banking*, con particolare attenzione alla consulenza in ambito di finanza straordinaria (*M&A & Corporate Finance*);
- ha lavorato in Centrobanca (Gruppo UBI) nel dipartimento di *M&A*, in Medinvest nel settore del *Private Equity* e in Ambrosetti Stern Stewart (*corporate finance*);
- *Chief Financial Officer & Investment Manager* in alcune realtà nazionali ed internazionali;
- Master conseguito presso l'Università Cattolica di Milano in crisi di impresa e sovraindebitamento;
- Laurea in Economia e Commercio conseguita presso l'Università Cattolica di Milano.

Spett.

Com.tel S.p.A.

Via Vittor Pisani 10

20124 – Milano (MI)

Milano, 19 settembre 2025

Oggetto: simulazioni numeriche sulla stima del valore di mercato al 31 dicembre 2024 del capitale di Gruppo SAE (Sapere Aude Editori) S.p.A. (“**Gruppo SAE**” o la “**Società**”) e sul valore di n. 507.614 azioni della Società corrispondente a circa il 10,7% del capitale (la “**Partecipazione**”).

Spett. Com.tel S.p.A.,

premessò che:

- il sottoscritto, Dottore Commercialista e Revisore Legale dei Conti, nonché consulente tecnico per il Tribunale di Milano, con studio in Via Cerva 20 (Milano), in data 6/6/2025 ha rilasciato la propria relazione di stima sul valore della Società e della Partecipazione (la “**Perizia**”);
- in data 16/9/2025 la Società mi ha chiesto di effettuare alcune simulazioni sul valore della Società e della Partecipazione. Più precisamente: <<...a. *riscontro dei dati contabili al 31/12/2024 delle società Gruppo SAE e delle sue controllate con i relativi bilanci civilistici regolarmente approvati e aggiornamento ove necessario della perizia. La stima attuale si basa, infatti, principalmente su dati pre-consuntivo che necessitano ai nostri fini di essere convalidati; b. previsione di ipotesi di rideterminazione di un unico tasso “i” da usare sia per l’attualizzazione che per la correzione reddituale; c. reddito normalizzato atteso basato su dati storici e/o mediante una combinazione di dati storici e prospettici, stante anche la non completezza del business plan invariati...*>>;

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

tutto ciò premesso, di seguito riporto la sintesi delle risultanze delle simulazioni richieste, sia in termini di valore di Gruppo SAE, che della Partecipazione. Segnatamente:

- Simulazione a):
 - Equity Value Gruppo SAE (100% *basis*): 44.229 €/000, come meglio dettagliato nella tabella seguente:

Reddito normalizzato - 2027 (R)	
Patrimonio netto Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024	
Plusvalore SAE Sardegna S.p.A. netto imposte	
Plusvalore SAE Communication S.p.A. netto imposte	
Plusvalore/(minusvalore) immobili netto imposte	
Plusvalore/(minusvalore) Testate Gruppo SAE netto imposte	
Totale Rettifiche	
Patrimonio netto rettificato Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024 (K')	42.121

(€/000)	Min	Media	Max
Tasso di attualizzazione del sovrareddito ($i'=R_d$)	3,71%	3,71%	3,71%
Tasso di rendimento normale ($i'=K_{ci}$)	10,92%	10,92%	10,92%
Anni (n)	4	5	6
Rendimento normale di K' ($K'*i'$)	4.599	4.599	4.599
($R-i''*K'$)	470	470	470
Goodwill/(Badwill)	1.717	2.109	2.486
Equity Value Gruppo SAE (100% <i>basis</i>)	43.838	44.229	44.607

VAN		
1.717	2.109	2.486
470	470	470
470	470	470
470	470	470
470	470	470
	470	470
		470

- Valore della Partecipazione: 3.634 €/000, come meglio dettagliato nella tabella seguente:

Stima del valore della Partecipazione			
(€/000)	Sensitivity in base allo sconto di minoranza ed illiquidità		
Equity Value Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024	44.229	44.229	44.229
N° azioni	4.726.740	4.726.740	4.726.740
Equity Value per azione (in €)	9,357	9,357	9,357
Quota di capitale oggetto della possibile Operazione	10,74%	10,74%	10,74%
N° azioni oggetto della possibile Operazione	507.614	507.614	507.614
Equity Value Partecipazione	4.750	4.750	4.750
Sconto di minoranza ed illiquidità ⁽¹⁾	32,0%	23,5%	14,5%
- Sconto per illiquidità	15,0%	10,0%	5,0%
- Sconto di minoranza	20,0%	15,0%	10,0%
Equity Value Partecipazione post sconti	3.230	3.634	4.061

⁽¹⁾ E' stato considerato uno sconto di minoranza e di liquidità applicando la seguente formula: $1-(1-\text{sconto di minoranza})*(1-\text{sconto di liquidità})$.

- Simulazione b) con $i=R_f$:

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

- Equity Value Gruppo SAE (100% basis): 57.863 €/000, come meglio dettagliato nella tabella seguente:

Reddito normalizzato - 2027 (R)	
Patrimonio netto Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024	
Plusvalore SAE Sardegna S.p.A. netto imposte	
Plusvalore SAE Communication S.p.A. netto imposte	
Plusvalore/(minusvalore) immobili netto imposte	
Plusvalore/(minusvalore) Testate Gruppo SAE netto imposte	
Totale Rettifiche	
Patrimonio netto rettificato Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024 (K')	42.121

(€/000)	Min	Media	Max
Tasso di attualizzazione del sovrareddito ($i'=R_f$)	3,71%	3,71%	3,71%
Tasso di rendimento normale ($i''=R_f$)	3,71%	3,71%	3,71%
Anni (n)	4	5	6
Rendimento normale di K' ($K'*i''$)	1.562	1.562	1.562
($R-i''*K'$)	3.507	3.507	3.507
Goodwill/(Badwill)	12.819	15.743	18.562
Equity Value Gruppo SAE (100% basis)	54.940	57.863	60.682

VAN		
12.819	15.743	18.562
3.507	3.507	3.507
3.507	3.507	3.507
3.507	3.507	3.507
3.507	3.507	3.507
	3.507	3.507
		3.507

- Valore della Partecipazione: 4.754 €/000, come meglio dettagliato nella tabella seguente:

Stima del valore della Partecipazione			
(€/000)	Sensitivity in base allo sconto di minoranza ed illiquidità		
Equity Value Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024	57.863	57.863	57.863
N° azioni	4.726.740	4.726.740	4.726.740
Equity Value per azione (in €)	12,242	12,242	12,242
Quota di capitale oggetto della possibile Operazione	10,74%	10,74%	10,74%
N° azioni oggetto della possibile Operazione	507.614	507.614	507.614
Equity Value Partecipazione	6.214	6.214	6.214
Sconto di minoranza ed illiquidità ⁽¹⁾	32,0%	23,5%	14,5%
- Sconto per illiquidità	15,0%	10,0%	5,0%
- Sconto di minoranza	20,0%	15,0%	10,0%
Equity Value Partecipazione post sconti	4.226	4.754	5.313

⁽¹⁾ E' stato considerato uno sconto di minoranza e di liquidità applicando la seguente formula: $1-(1-\text{sconto di minoranza})*(1-\text{sconto di liquidità})$.

- Simulazione b) con $i=K_{el}$:
 - Equity Value Gruppo SAE (100% basis): 43.861 €/000, come meglio dettagliato nella tabella seguente:

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Reddito normalizzato - 2027 (R)**Patrimonio netto Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024**

Plusvalore SAE Sardegna S.p.A. netto imposte

Plusvalore SAE Communication S.p.A. netto imposte

Plusvalore/(minusvalore) immobili netto imposte

Plusvalore/(minusvalore) Testate Gruppo SAE netto imposte

Totale Rettifiche**Patrimonio netto rettificato Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024 (K')****42.121**

(€/000)	Min	Media	Max
Tasso di attualizzazione del sovrareddito ($i'=K_{cl}$)	10,92%	10,92%	10,92%
Tasso di rendimento normale ($i''=K_{cl}$)	10,92%	10,92%	10,92%
Anni (n)	4	5	6
Rendimento normale di K' ($K'*i''$)	4.599	4.599	4.599
($R-i''*K'$)	470	470	470
Goodwill/(Badwill)	1.460	1.740	1.992
Equity Value Gruppo SAE (100% basis)	43.581	43.861	44.113

VAN		
1.460	1.740	1.992
470	470	470
470	470	470
470	470	470
470	470	470
	470	470
		470

- Valore della Partecipazione: 3.603 €/000, come meglio dettagliato nella tabella seguente:

Stima del valore della Partecipazione			
(€/000)	Sensitivity in base allo sconto di minoranza ed illiquidità		
Equity Value Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024	43.861	43.861	43.861
N° azioni	4.726.740	4.726.740	4.726.740
Equity Value per azione (in €)	9,279	9,279	9,279
Quota di capitale oggetto della possibile Operazione	10,74%	10,74%	10,74%
N° azioni oggetto della possibile Operazione	507.614	507.614	507.614
Equity Value Partecipazione	4.710	4.710	4.710
Sconto di minoranza ed illiquidità ⁽¹⁾	32,0%	23,5%	14,5%
- Sconto per illiquidità	15,0%	10,0%	5,0%
- Sconto di minoranza	20,0%	15,0%	10,0%
Equity Value Partecipazione post sconti	3.203	3.603	4.027

⁽¹⁾ E' stato considerato uno sconto di minoranza e di liquidità applicando la seguente formula: $1-(1-\text{sconto di minoranza})*(1-\text{sconto di liquidità})$.

- Simulazione c):
 - Equity Value Gruppo SAE (100% basis): 37.806 €/000, come meglio dettagliato nella tabella seguente:

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Reddito normalizzato - media ponderata storica (2022-2024) e prospettiva (2025-2027) (R)**Patrimonio netto Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024**

Plusvalore SAE Sardegna S.p.A. netto imposte

Plusvalore SAE Communication S.p.A. netto imposte

Plusvalore/(minusvalore) immobili netto imposte

Plusvalore/(minusvalore) Testate Gruppo SAE netto imposte

Totale Rettifiche**Patrimonio netto rettificato Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024 (K')****42.121**

(€/000)	Min	Media	Max
Tasso di attualizzazione del sovrareddito ($i=R_d$)	3,71%	3,71%	3,71%
Tasso di rendimento normale ($i''=K_{d1}$)	10,92%	10,92%	10,92%
Anni (n)	3	2	1
Rendimento normale di K' ($K''*i''$) ($R-i''*K'$)	4.599 (2.278)	4.599 (2.278)	4.599 (2.278)
Goodwill/(Badwill)	(6.357)	(4.315)	(2.197)
Equity Value Gruppo SAE (100% basis)	35.763	37.806	39.924

VAN		
(6.357)	(4.315)	(2.197)
(2.278)	(2.278)	(2.278)
(2.278)	(2.278)	
(2.278)		

- Valore della Partecipazione: 3.106 €/000, come meglio dettagliato nella tabella seguente:

Stima del valore della Partecipazione			
(€/000)	Sensitivity in base allo sconto di minoranza ed illiquidità		
Equity Value Gruppo SAE S.p.A. al 31/12/2024	37.806	37.806	37.806
N° azioni	4.726.740	4.726.740	4.726.740
Equity Value per azione (in €)	7,998	7,998	7,998
Quota di capitale oggetto della possibile Operazione	10,74%	10,74%	10,74%
N° azioni oggetto della possibile Operazione	507.614	507.614	507.614
Equity Value Partecipazione	4.060	4.060	4.060
Sconto di minoranza ed illiquidità ⁽¹⁾	32,0%	23,5%	14,5%
- Sconto per illiquidità	15,0%	10,0%	5,0%
- Sconto di minoranza	20,0%	15,0%	10,0%
Equity Value Partecipazione post sconti	2.761	3.106	3.471

⁽¹⁾ E' stato considerato uno sconto di minoranza e di liquidità applicando la seguente formula: $1-(1-\text{sconto di minoranza})*(1-\text{sconto di liquidità})$.

E' utile evidenziare quanto segue:

- Simulazione a): il patrimonio netto di Gruppo SAE al 31/12/2024 da bilancio approvato risulta pari a 15.900 €/000 anziché 16.292 €/000 (*pre-close*) considerato nella Perizia (in quanto alla data della Perizia non era disponibile il dato), quindi con una differenza di 392 €/000.
- Simulazione b): ho elaborato due versioni, ovvero una simulazione con $i=R_d$ ed un'altra con $i=K_{d1}$. Infatti, non essendo esplicitata la richiesta, ho prodotto entrambi gli scenari.

FRANCO ALDO ABBATE

DOTTORE COMMERCIALISTA E REVISORE LEGALE DEI CONTI

Tale simulazione tiene conto del patrimonio netto al 31/12/2024 di Gruppo SAE riportato nel bilancio approvato;

- Simulazione c): posto che, come anche detto nel corso della *conference call* non trovo corretto determinare un reddito normalizzato utilizzando dei risultati storici (e parzialmente anche prospettici) non a regime, in quanto il *business* della Società, così come la struttura societaria, non è a regime, allego comunque la simulazione richiesta in cui ho ipotizzato:
 - (i) un risultato normalizzato che tiene conto dei risultati storici 2022-2024 (ponderati al 20%) e dei risultati prospettici (2025-2027) ponderati all'80%. La ponderazione è volta a dar minor peso a dei risultati storici ritenuti non rappresentativi della redditività della Società; aggiungo che, nonostante ciò, anche considerare i risultati prospettici 2025 e 2026 risulta penalizzante per il medesimo motivo, ovvero che forniscono una redditività della Società che non tiene conto dell'evoluzione del suo business e delle acquisizioni già fatte e di quelle in corso.
 - modifica del numero di anni in cui si consegue il *goodwill*; infatti, assumendo il risultato normalizzato di cui al suddetto punto (i), risulterebbe un *badwill* anziché un *goodwill* e, pertanto, avrebbe poco senso considerare una durata media del *badwill* di 5 anni. In altre parole, in casi come questo, si tenderà a minimizzare la durata del *badwill* attraverso azioni, anche liquidatorie, minimizzando il più possibile il periodo. In tale contesto ho quindi considerato un periodo medio di 2 anni.

Anche tale simulazione, come la b), tiene conto del patrimonio netto al 31/12/2024 di Gruppo SAE riportato nel bilancio approvato.

Per maggiori informazioni su tutte le altre assunzioni e valutazioni considerate per la stima del valore di mercato della Società e della Partecipazione rimando alla Perizia.

Cordiali saluti,



Franco Aldo Abbate