



Valutazione del valore economico del Gruppo Notorious Pictures

Milano, 13 Aprile 2021

Disclaimer

- Fingiacò S.p.A. («**Fingiacò**») ha preparato questo documento (il «**Documento**») a partire da dati e informazioni pubblicamente disponibili o fornite da Notorious Pictures S.p.A. (denominata il «**Gruppo**» o il «**Gruppo Notorious Pictures**» con riferimento al perimetro consolidato composto da Notorious Pictures S.p.A. e la controllata Notorious Cinemas S.r.l.).
- Le nostre analisi e le valutazioni illustrate nel Documento sono basate sulle informazioni disponibili al 13 aprile 2021 («**Data del Documento**») e non sono state oggetto di successivi aggiornamenti.
- Le opinioni e le valutazioni qui presentati sono intesi come preliminari, in quanto rappresentano un semplice tentativo di svolgere un lavoro funzionale a un'ulteriore discussione nell'ambito di una eventuale negoziazione per la cessione di quote nella Società. Le ipotesi formulate nel documento devono essere ulteriormente esaminate e i risultati delle verifiche devono essere attentamente considerati
- Fingiacò non ha effettuato alcuna verifica autonoma in merito ai dati ricevuti. Fingiacò, i suoi amministratori, dirigenti e dipendenti non hanno alcuna responsabilità, diretta o indiretta, e non rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, in riferimento agli stessi
- Nella preparazione del Documento, Fingiacò ha tenuto discussioni con alcuni esponenti della Società e ha esaminato alcune informazioni commerciali e finanziarie fornite dalla Società. Fingiacò ha analizzato alcune informazioni finanziarie, di mercato azionario e altre informazioni pubblicamente disponibili relative alle attività di altre società le cui operazioni Fingiacò ha ritenuto rilevanti ai fini della valutazione di quelle della Società. In aggiunta a quanto sopra, Fingiacò ha condotto tali altre analisi ed esami e ha considerato le altre informazioni e i criteri finanziari, economici e di mercato ritenuti appropriati
- Nel preparare il Documento, Fingiacò ha assunto e fatto affidamento, senza verifica indipendente, sull'accuratezza e completezza di tutte le informazioni e dati finanziari e di altro tipo pubblicamente disponibili o forniti o altrimenti esaminati da o discussi con Fingiacò e sulle assicurazioni da parte della Società di non essere a conoscenza di alcuna informazione rilevante che sia stata omessa o che non sia stata condivisa con Fingiacò. Fingiacò non offre alcuna garanzia esplicita o implicita circa le informazioni contenute nel Documento e non tiene conto della completezza, affidabilità e accuratezza di tali informazioni, anche se Fingiacò ha adottato tutte le precauzioni necessarie per esaminare attentamente le informazioni disponibili e annotare rigorosamente le loro implicazioni
- Il Documento è necessariamente basato sulle informazioni disponibili a Fingiacò e su condizioni e circostanze finanziarie, di borsa e altre esistenti e divulgate a Fingiacò, alla data del Documento. Fingiacò non ha alcun obbligo di aggiornare o modificare in altro modo il Documento
- Il Documento, le informazioni e i dati quantitativi in esso contenuti, i risultati, le opinioni e le conclusioni stabilite sono da considerarsi strettamente riservati, ad uso esclusivo dei destinatari a cui sono forniti, e non possono essere distribuiti, comunicati o consegnati a terze parti senza il previo consenso scritto di Fingiacò, o essere duplicate, spiegate o utilizzate per scopi diversi dalla potenziale operazione proposta
- Nulla di quanto contenuto nel Documento deve essere interpretato come consulenza legale, fiscale o contabile
- La consegna, la ricezione e la consultazione del Documento sono considerate un'accettazione delle condizioni summenzionate

Executive Summary

- Il presente documento fornisce una valutazione preliminare del valore economico del Gruppo Notorious Pictures al 13/04/2021. In mancanza di informazioni aggiornate, la valutazione è basata su dati di Posizione Finanziaria Netta del Gruppo al 31.12.2020
- L'esercizio valutativo è stata richiesto da parte degli amministratori del Gruppo, nelle more dell'eventuale esercizio del diritto di recesso da parte dei soci di Notorious Pictures ai sensi dell'Art. 2437 del Codice Civile
- Le metodologie utilizzate risultano essere le seguenti: (i) **quotazione di borsa**, ovvero l'analisi del corso azionario del titolo di Notorious Pictures S.p.A. («**titolo Notorious Pictures**» o il «**titolo**»), quotato sul segmento AIM di Borsa Italiana; (ii) **multipli di mercato** e (iii) **report degli analisti finanziari** (l'ultimo report disponibile è stato pubblicato il 03 novembre 2020 da Intermonete e successivamente aggiornato, con conferma della valutazione precedente, in data 13 aprile 2021)
- Il **metodo della quotazione di borsa** è sviluppato secondo l'analisi del titolo Notorious Pictures, utilizzando la «media aritmetica dei prezzi di chiusura degli ultimi sei mesi¹ (periodo 12 ottobre 2020 - 12 aprile 2021)
 - Tale metodologia riscontra un prezzo per azione di Euro 1,63, considerando il numero di azioni *outstanding* al 13.04.2021 pari a 22,5 mln
 - Inoltre, utilizzando una media ponderata su i volumi di scambio del titolo nello stesso periodo viene calcolato un prezzo per azione medio di Euro 1,73 (tale prezzo non viene considerato nella valutazione ma è utile come indicatore di controllo)
 - Inoltre, vengono utilizzati il prezzo minimo ed il prezzo massimo nel periodo in analisi per stabilire una **forchetta di prezzo compresa tra Euro 1,1 ed Euro 1,9**
- Il **metodo dei multipli di mercato** assume come universo comparabile quello di società italiane quotate attive nel settore della distribuzione e produzione cinematografica
 - Il multiplo di mercato Enterprise Value / EBITDA ("EV / EBITDA") considerato è pari a 3,7x e, applicato all'EBITDA del Gruppo per il 2019, restituisce un **prezzo per azione di Euro 2,0**
 - Applicando un intervallo del +/- 10%, si arriva a una **forchetta di prezzo compresa tra Euro 1,8 ed Euro 2,2**
- Il **metodo dei report degli analisti finanziari** si basa unicamente sul report pubblicato da Intermonete in data 03 novembre 2020, oggetto di aggiornamento in data 13 aprile 2021 che ne ha confermato linee guida e valutazione, in quanto quelli sviluppati precedentemente risalgono a settembre 2019 e risultano non più attuali a valle della crisi legata alle misure emergenziali Covid-19 che hanno avuto un impatto diretto sulle attività del Gruppo
 - Il report datato 3 novembre 2020, e confermato in data 13 aprile 2021, indica un **target price di Euro 2,2 per azione**
 - Applicando un intervallo del +/- 10%, si arriva a una **forchetta di prezzo compresa tra Euro 2,0 ed Euro 2,4**
- Nella slide successiva sono riassunte le risultanze delle metodologie valutative sopra descritte

Note: (1) Definizione come specificata nell'Art. 2437-ter del Codice Civile: Media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso

Executive Summary – Esito della valutazione

Valutazione Gruppo Notorious Pictures	Media	Peso del metodo	Prezzo Minimo	Prezzo Massimo
Quotazione di Borsa (Media aritmetica L6M)	1,63	50%	1,1	1,9
Multipli di Mercato	2,0	25%	1,8	2,2
Report Analisti Finanziari	2,2	25%	2,0	2,4
Prezzo azione (Euro mln) (Media Ponderata)	1,86	100%	1,5	2,1
Numero azioni (Euro mln)	22,5		22,5	22,5
Equity Value del Gruppo (Euro mln)	41,9		33,8	46,7
PFN del Gruppo al 31.12.2020 (Euro mln)	12,9		12,9	12,9
Enterprise Value del Gruppo (Euro mln)	54,8		46,7	59,6

- La media ponderata delle risultanze dei tre metodi utilizzati equivale a Euro 1,86
- L'intervallo di valutazione del prezzo del titolo del Gruppo, calcolato come la media ponderata dei prezzi minimi e dei prezzi massimi risultanti dai tre metodi di valutazione utilizzati, è compreso tra Euro 1,5 ed Euro 2,1
- Le tre metodologie rappresentate nella tabella riportata sopra assumo una rilevanza differente nella composizione della forchetta di prezzo:
 - Viene dato un **peso maggiore alla quotazione di borsa** in quanto rappresenta il *proxy* più accurato del valore del Gruppo ad oggi, mentre il **metodo dei multipli non tiene conto della specificità dell'azienda valutata**, poiché la assimila all'andamento medio del mercato
 - Il **report pubblicato da Intermonete, aggiornato al 13 aprile 2021 risulta basato su ipotesi fortemente condizionate e condizionabili dalla pandemia da Covid-19**, nello specifico dalle riaperture delle sale cinematografiche in Italia. Il report ipotizza un ritorno alla normalità tra la seconda metà del 2021 ed i primi mesi del 2022, ipotesi di non facile conferma allo stato attuale della situazione pandemica nazionale

Indice

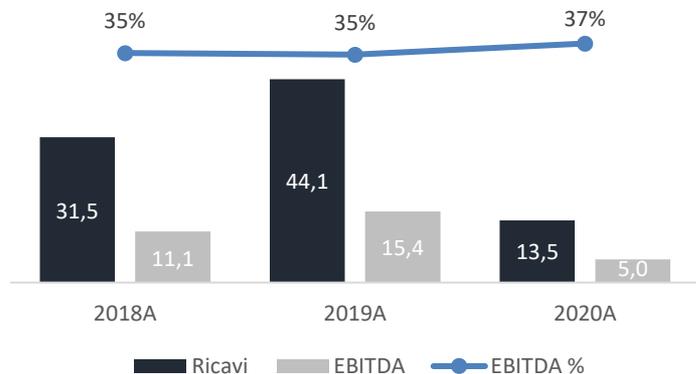
1. *Overview del Gruppo*
2. *Metodi di valutazione selezionati*
3. *Valutazione del Gruppo secondo la quotazione di borsa*
4. *Valutazione del Gruppo secondo il metodo dei multipli di mercato*
5. *Valutazione del Gruppo secondo la vista degli analisti finanziari*

Il Gruppo Notorious Pictures

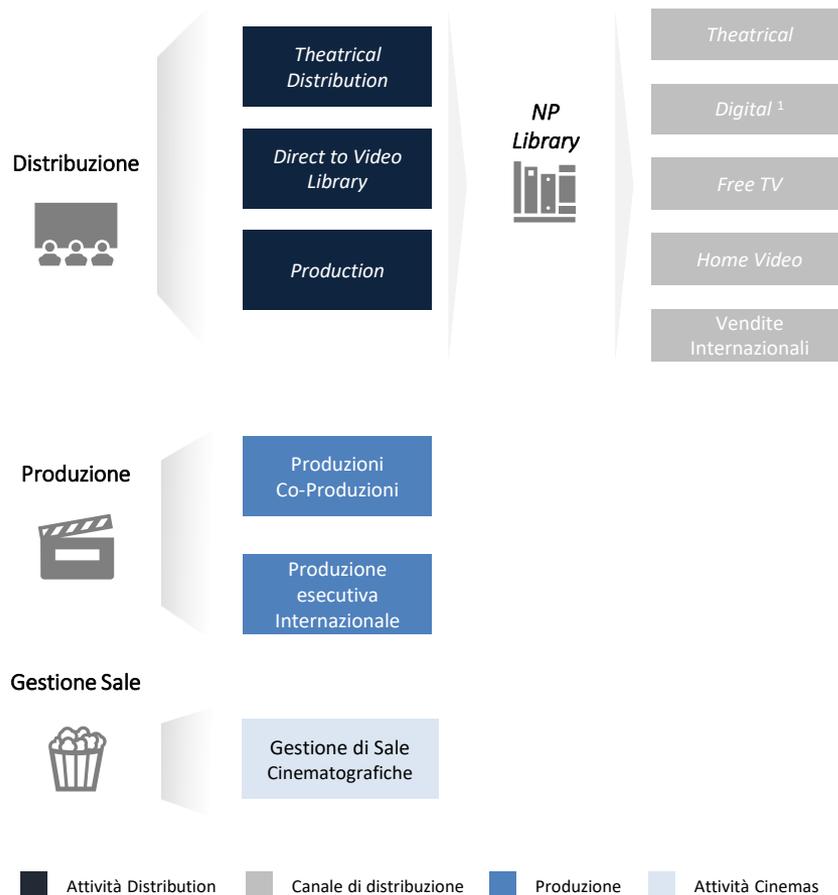
Overview del Gruppo

- Il Gruppo Notorious Pictures, fondato nel 2012 dall'attuale Presidente e AD Guglielmo Marchetti, è attivo in ambito nazionale nella produzione e distribuzione di contenuti multimediali
- Le principali aree di attività includono:
 - Acquisizione di diritti di distribuzione *theatrical*
 - Acquisizione e commercializzazione di diritti di film *direct to video* e *library*
 - Produzione e co-produzione di contenuti cinematografici e produzione esecutiva per produttori internazionali
- Dal 2019, il Gruppo è attivo nella gestione di sale cinematografiche mediante la controllata Notorious Cinemas S.r.l.

Key Financials Consolidati² (dati in Euro mln)

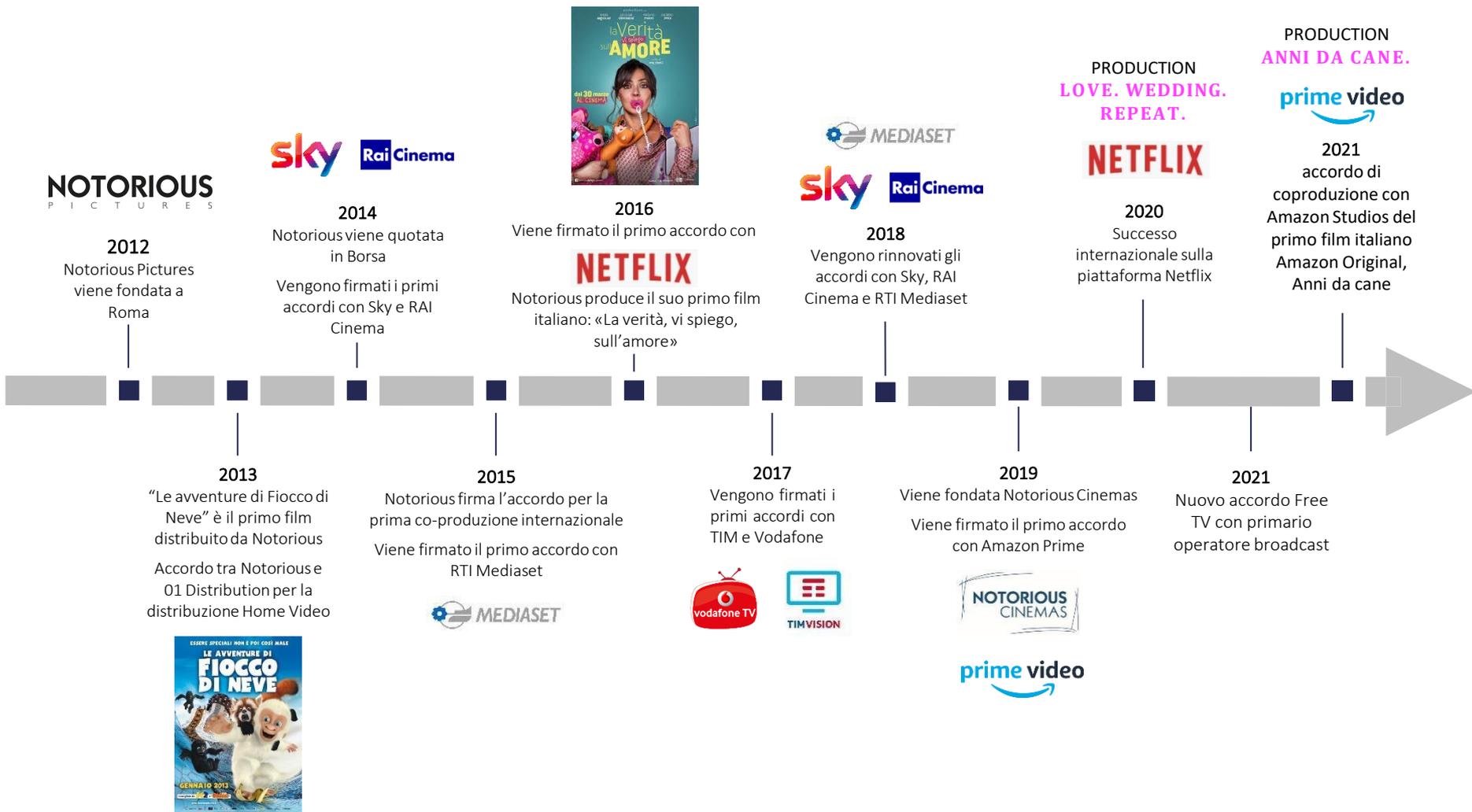


Aree di attività del Gruppo



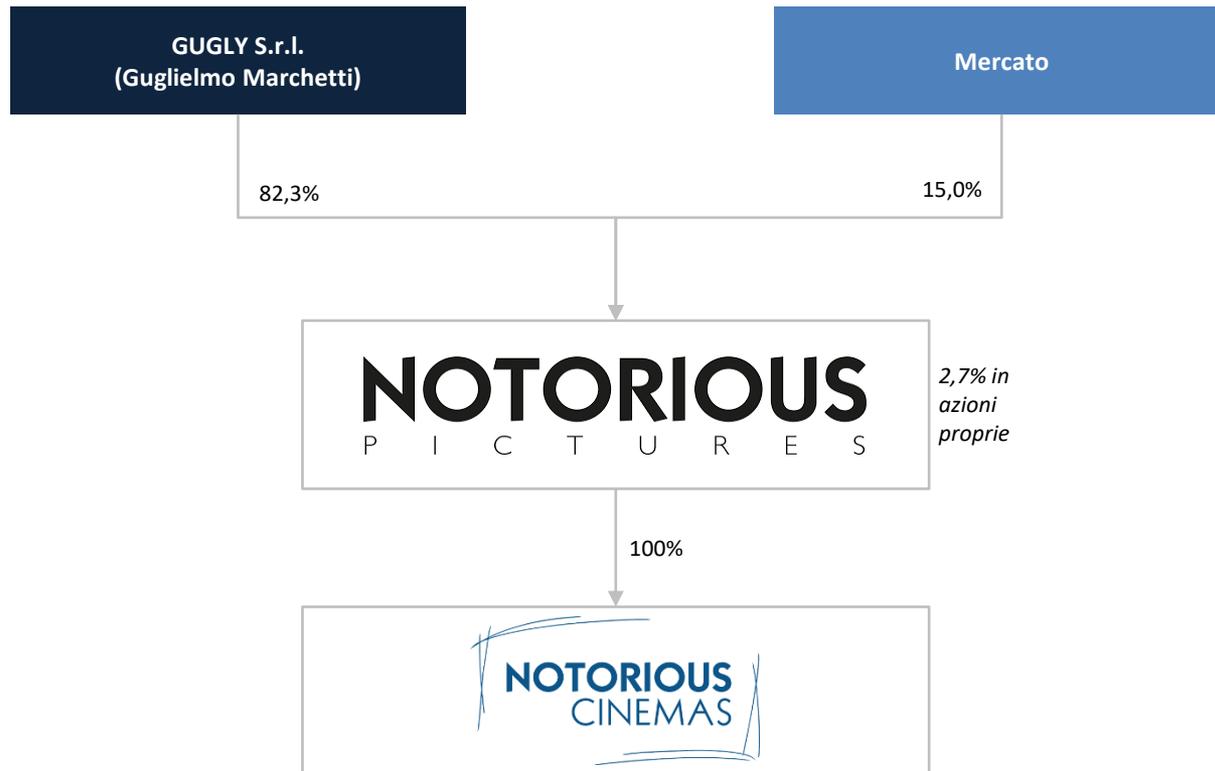
Note: (1) Include New Media, PPV e Pay TV; (2) I dati 2018 non considerano la società Notorious Cinemas S.r.l. in quanto è stata fondata durante l'esercizio 2019. Dati forniti dal Management, rielaborazione Fingiacco.

Storia del Gruppo



Dati forniti dal Management, rielaborazione Fingiacco

Azionariato al 31.12.2020 e struttura societaria



Dati forniti dal Management, rielaborazione Fingiaco

Le principali controparti del Gruppo Notorious Pictures

Produzione di contenuti



Distributore

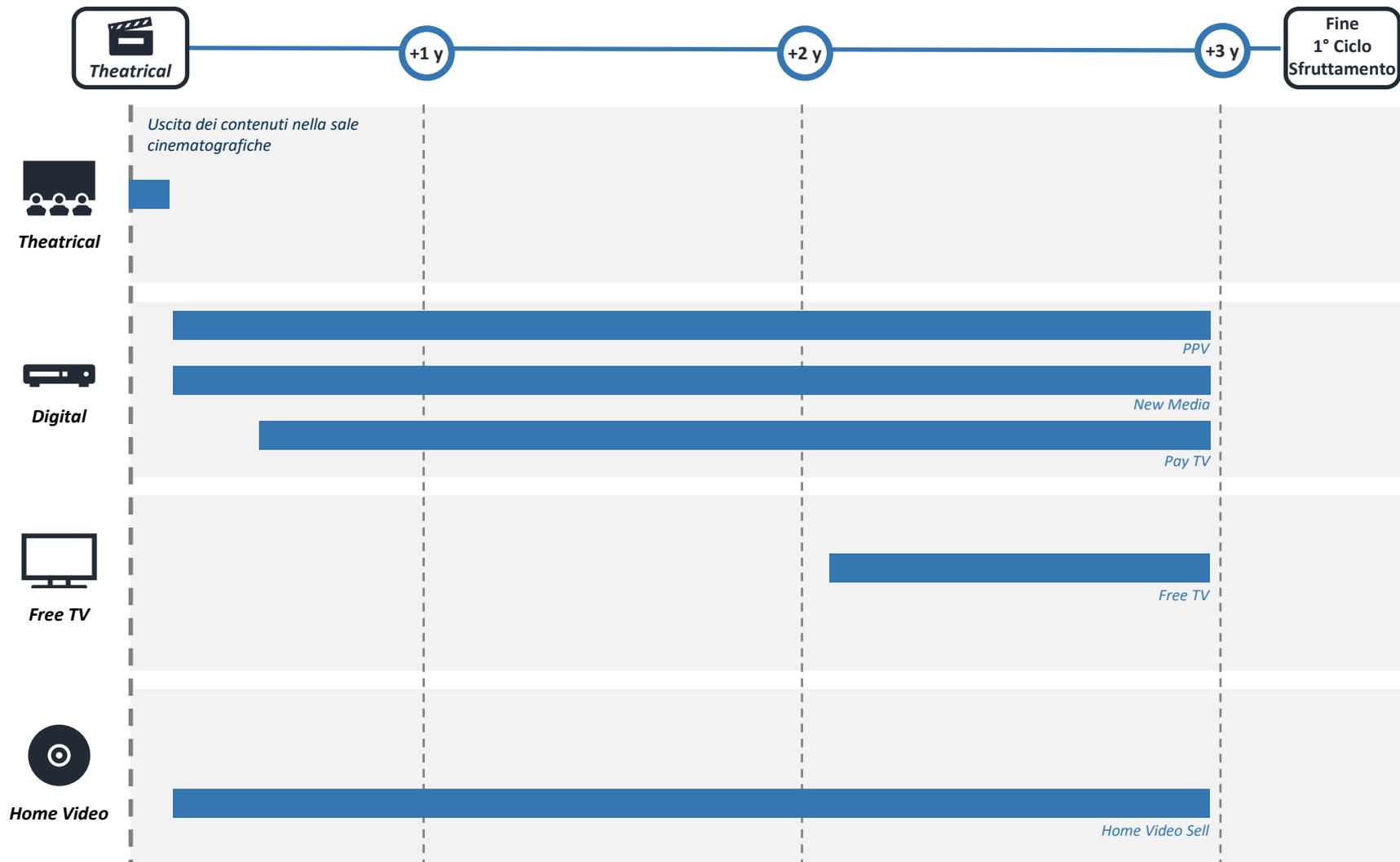
NOTORIOUS
P I C T U R E S

Canale di distribuzione dei diritti al pubblico



Dati forniti dal Management, rielaborazione Fingiacco

Ciclo di vita dei diritti cinematografici



Dati forniti dal Management, rielaborazione Fingiacco

Conto Economico Consolidato¹ al 31.12.2020

Conto Economico (in € '000)	2018A	2019A	2020A
Ricavi distribuzioni	19.211	25.751	9.471
Ricavi produzioni	8.750	10.719	-
Ricavi Cinemas	-	2.563	3.031
Altri proventi	3.573	5.084	1.022
Ricavi	31.534	44.117	13.525
<i>Var.%</i>	<i>n.d.</i>	<i>40%</i>	<i>-69%</i>
Costi totale distrib. e prod.	(20.415)	(26.531)	(6.455)
Costi totale Cinemas	-	(2.174)	(2.048)
Costo Totale	(20.415)	(28.705)	(8.503)
EBITDA	11.119	15.412	5.022
<i>Margin %</i>	<i>35%</i>	<i>35%</i>	<i>37%</i>
Totale Ammortamenti e Svalutazione	(6.971)	(8.710)	(7.893)
Risultato Operativo (EBIT)	4.148	6.702	(2.872)
<i>Margin %</i>	<i>13%</i>	<i>15%</i>	<i>-21%</i>
Proventi / (Oneri) Finanziari	(29)	(354)	(242)
EBT	4.119	6.348	(3.113)
<i>Margin %</i>	<i>13%</i>	<i>14%</i>	<i>-23%</i>
Imposte	34	(1.124)	975
Risultato Netto	4.153	5.223	(2.139)

I dati storici, fino al 2018, si riferiscono alla sola società Notorious Pictures S.p.A., mentre dal 2019, a valle della costituzione della società controllata Notorious Cinemas S.r.l., si tratta di dati consolidati

- Nel 2020, a causa della pandemia Covid-19, i ricavi del Gruppo si sono **fortemente contratti**. Questo impatto è dovuto principalmente alla **chiusura delle sale cinematografiche** e il conseguente **annullamento delle proiezioni** e alla **mancata attività di produzione di contenuti cinematografici/televisivi**
 - A partire dal 23.02.2020, in accordo con le disposizioni normative emergenziali, si è proceduto alla chiusura delle 3 multisale gestite dalla società controllata Notorious Cinemas S.r.l.
 - Per quanto riguarda l'attività di produzione cinematografica in Italia, settore che esprime un valore superiore ad Euro 1 miliardo l'anno e dove si girano circa 120 / 140 film su base annua, si stima che al 30.04.2020 almeno 100 film siano stati bloccati dall'inizio dell'Emergenza Covid-19 e almeno 40 set siano stati temporaneamente chiusi
- Nonostante il forte calo dei ricavi, il Gruppo è riuscito ad **incrementare la marginalità (EBITDA margin al 37% nel 2020)**, grazie ad un peso maggiore dei ricavi da distribuzione che presentano strutturalmente un EBITDA margin maggiore
- Gli **ammortamenti della library** risultano in **leggera decrescita**, essendo legati all'andamento dei ricavi e non ad aliquote *flat* annuali

*Nota: (1) I dati 2019-2020 tengono in considerazione il passaggio al principio contabile IFRS 16, entrato in vigore il 1 gennaio 2019
Dati forniti dal Management, rielaborazione Fingiaco. Prospetti riclassificati secondo approccio gestionale*

Sato Patrimoniale Consolidato¹ al 31.12.2020

Stato Patrimoniale (in € '000)	2018A	2019A	2020A
Attività Immateriali	14.236	15.819	13.514
Attività Materiali	57	1.251	1.360
Attività Materiali IFRS 16	-	11.416	11.643
Altre Attività non correnti	352	324	219
Totale Attività non correnti	14.646	28.810	26.735
Rimanenze di magazzino	214	295	158
Crediti commerciali	14.917	28.228	18.646
Debiti commerciali	(7.164)	(14.769)	(7.541)
Capitale Circolante Commerciale	7.967	13.753	11.264
Crediti / (Debiti) tributari	(1.823)	(961)	724
Altre attività / (passività)	(642)	(522)	(1.234)
Altre Attiv.e Pass.	(2.465)	(1.484)	(510)
Capitale Investito Netto	20.148	41.079	37.489
Debiti vs Banche	-	6.562	11.187
Linea Commerciale	-	4.000	-
Debiti IFRS 16	-	11.687	12.242
Cassa e altre disponibilità liquide	(3.410)	(7.980)	(10.538)
Posizione Finanziaria Netta	(3.410)	14.269	12.891
Totale Patrimonio netto	23.558	26.811	24.598
Fonti di Finanziamento	20.148	41.079	37.489

I dati storici, fino al 2018, si riferiscono alla sola società Notorious Pictures S.p.A., mentre dal 2019, a valle della costituzione della società controllata Notorious Cinemas S.r.l., si tratta di dati consolidati

- Il decremento delle **Attività Immateriali** è dovuto principalmente ai minori investimenti nel corso dell'esercizio per la produzione di nuove opere
- La contrazione del **Capitale Circolante Commerciale** nel corso dell'esercizio 2020 è principalmente legata alla contrazione del giro d'affari
- La variazione dei **Crediti Tributari** è dovuta principalmente alla maturazione dei crediti di imposta per le produzioni esecutive
- Nel 2019, la crescita del giro d'affari del Gruppo ha comportato **l'ottenimento di 2 finanziamenti MLT per complessivi Euro 7 mln.** Il primo finanziamento pari ad Euro 6 mln, con scadenza al 31.03.2022, è stato acceso allo scopo di finanziare la produzione dei film «Love. Wedding. Repeat» e «The Shift», mentre il secondo finanziamento pari ad Euro 1 mln, (scadenza al 28.02.2021), è stato acceso per sostenere la fase iniziale del business della gestione delle sale cinematografica (Notorious Cinemas S.r.l.)
- La Società ha inoltre **attivato un conto anticipi fatture per Euro 4,0 mln, quest'ultimo non utilizzato al 31 dicembre 2020**
- Inoltre, nel 2020, il Gruppo ha ottenuto un **finanziamento MLT contro garantito MCC per Euro 5,5 mln, con scadenza nel 2025**

Nota: (1) I dati 2019-2020 tengono in considerazione il passaggio al principio contabile IFRS 16, entrato in vigore il 1 gennaio 2019
Dati forniti dal Management, rielaborazione Fingiacco. Prospetti riclassificati secondo approccio gestionale

Indice

1. *Overview del Gruppo*
2. *Metodi di valutazione selezionati*
3. *Valutazione del Gruppo secondo la quotazione di borsa*
4. *Valutazione del Gruppo secondo il metodo dei multipli di mercato*
5. *Valutazione del Gruppo secondo la vista degli analisti finanziari*

Metodi di Valutazione Selezionati

Metodologia	Considerazioni	Applicabilità
Quotazione di Borsa	<ul style="list-style-type: none"> • Il metodo della quotazione di borsa è sviluppato secondo l'analisi del titolo Notorious Pictures utilizzando la media aritmetica dei prezzi di chiusura negli ultimi sei mesi, ovvero nel periodo 12 ottobre 2020 – 12 aprile 2021. Tale prezzo, moltiplicato per il numero di azioni <i>outstanding</i>, ritorna il valore dell'Equity del Gruppo. A tale valore va aggiunta la PFN del Gruppo al 31.12.2020 per arrivare all'Enterprise Value • Per ottenere una forchetta di prezzo si è provveduto a utilizzare il prezzo minimo ed il prezzo massimo nel periodo in analisi 	Metodo Principale
Multipli di Mercato	<ul style="list-style-type: none"> • Tale metodologia si basa sulla scelta di un <i>panel</i> di società italiane quotate che risultino comparabili alla società oggetto di valutazione dal punto di vista operativo/finanziario • Si determinano quindi i multipli a cui le stesse sono scambiate sul mercato, generalmente osservando le performance attese, piuttosto che quelle passate, per via del fatto che il prezzo corrisposto per un'operazione di M&A è principalmente basato sulla capacità di una società di generare utili futuri • In questo specifico caso viene utilizzato il multiplo relativo all'esercizio 2019, dato che l'esercizio 2020 è stato fortemente impattato dalla pandemia da Covid-19 e vi è una mancanza di stime del conto economico prospettico delle società comparabili elaborate da analisti delle principali banche d'affari che normalmente garantiscono un <i>coverage</i> delle società quotate • Uno dei multipli più utilizzati è quello dell'EV/EBITDA, poiché l'EBITDA rappresenta un buon <i>proxy</i> della capacità di un'azienda di generare redditività e flussi di cassa • La media dei multipli derivati per le aziende del <i>panel</i> selezionato viene poi applicata all'EBITDA della società oggetto di valutazione • In questo modo si determina l'Enterprise Value da cui, sottraendo la posizione finanziaria netta al 31.12.2020, si ottiene l'Equity Value • Tale metodologia, seppure molto utilizzata dagli investitori perché di semplice comprensione, non tiene tuttavia conto della specificità dell'azienda valutata, poiché la assimila all'andamento medio del mercato • È tuttavia una metodologia utile per recepire il <i>sentiment</i> del mercato nei confronti di <i>asset</i> comparabili, anche e soprattutto vista l'incertezza dettata dalla pandemia da Covid-19 	Metodo di controllo
Report Analisti Finanziari	<ul style="list-style-type: none"> • Tale metodologia utilizza i report solitamente pubblicati da analisti finanziari relativi alle società quotate. Il Gruppo è, ad oggi, unicamente coperto dalla Società Intermonte, che, in data 03 novembre 2020, ha pubblicato l'ultimo report disponibile nel 2020, report successivamente aggiornato, con conferma delle linee guida e del <i>target price</i> (e cioè del prezzo che dovrebbe riflettere il <i>fair value</i> del valore del Gruppo), al 13 aprile 2021. Per ottenere una forchetta di prezzo si è provveduto ad applicare un intervallo del +/- 10% al <i>target price</i> • Il Report precedente rispetto a quelli presi in esame e sopraccitati è stato pubblicato da Intermonte in data 26 settembre 2019. Tale distanza temporale rende l'utilizzo del report poco significativo, considerando l'impatto della pandemia da Covid-19 nel 2020 	Metodo di controllo

Metodi di Valutazione Non Utilizzati

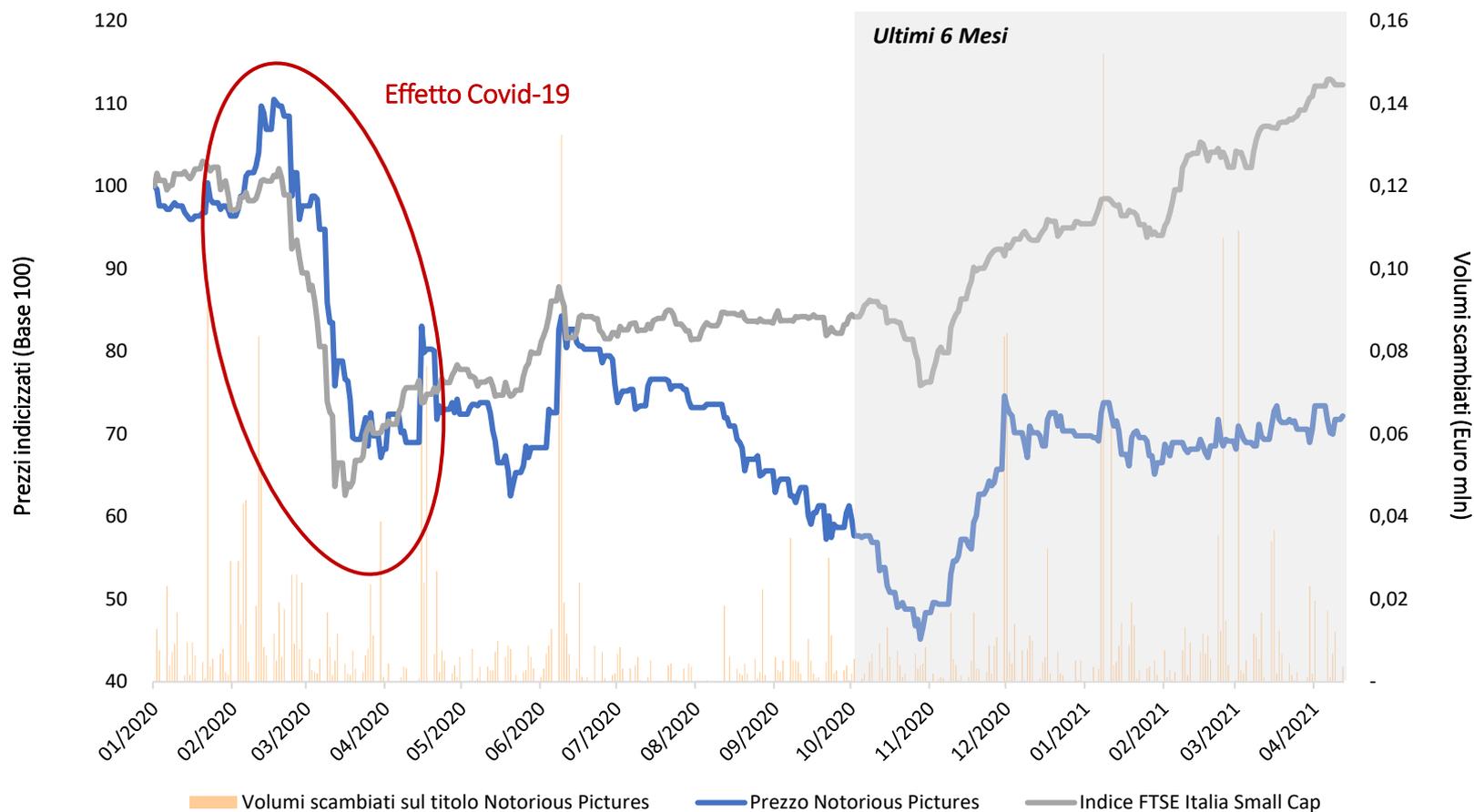
Metodologia	Considerazioni	Applicabilità
Flussi di Cassa Attualizzati - Unlevered Discounted Cash Flows («UDCF»)	<ul style="list-style-type: none"> • Il metodo dei flussi di cassa attualizzati, cosiddetto <i>Unlevered Discounted Cash Flow</i> o «UDCF», consente di tener conto delle caratteristiche industriali della società oggetto di valutazione, del valore patrimoniale delle sue attività e della sua specifica capacità di generare flussi di cassa positivi. L'investitore valuta infatti normalmente la performance futura di un'azienda, intesa come capacità reddituale della stessa • Tale metodologia non è stata utilizzata a causa della mancanza di un Piano Industriale aggiornato e approvato dal CdA del Gruppo e conseguentemente della mancanza di previsioni sui flussi di cassa futuri, rendendo impossibile l'utilizzo della metodologia UDCF • L'ultima versione del Piano Industriale non tiene in conto dei più recenti e significativi impatti della pandemia da Covid-19, non risultando più attuale e coerente 	Metodologia non utilizzata
Transazioni Precedenti	<ul style="list-style-type: none"> • Tale metodologia si basa sull'identificazione di transazioni comparabili in cui la società <i>target</i> sia comparabile alla Società in termini operativi • Nel caso in analisi, sono state identificate 5 operazioni relative a partecipazioni di minoranza che hanno coinvolto delle società target operanti in settori analoghi a quello del Gruppo e che si sono concluse negli ultimi 4 anni, di cui solamente un'operazione riguardante una società target italiana • Tale metodologia non è stata utilizzata data la sostanziale differenza tra l'andamento dei mercati esteri rispetto al mercato italiano e la forte variabilità che si registra comunemente tra valutazioni di partecipazioni di maggioranza e di minoranza • Inoltre, la confrontabilità con le transazioni identificate, nello specifico quelle aventi come target società estere, è ancorché più limitata data la significativa differenza in termini di dimensioni aziendali se confrontate con il Gruppo Notorious Pictures 	Metodologia non utilizzata

Indice

1. *Overview del Gruppo*
2. *Metodi di valutazione selezionati*
3. *Valutazione del Gruppo secondo la quotazione di borsa*
4. *Valutazione del Gruppo secondo il metodo dei multipli di mercato*
5. *Valutazione del Gruppo secondo la vista degli analisti finanziari*

Evoluzione del prezzo del titolo Notorious Pictures vs FTSE Italia Small Cap da gennaio 2020 ad oggi

- Il grafico riportato sotto evidenzia la **movimentazione del prezzo e dei volumi scambiati** relativi al titolo Notorious Pictures nel periodo 01/01/2020 – 12/04/2021, comparandolo all'indice di borsa «FTSE Italia Small Cap»
- Si nota un **forte calo del prezzo a causa della pandemia da Covid-19** (-30% nel periodo in esame)
- La slide successiva riporta la valutazione del Gruppo basata sul prezzo medio del titolo nel periodo 12/10/2020 – 12/04/2021 (area evidenziata in grigio)

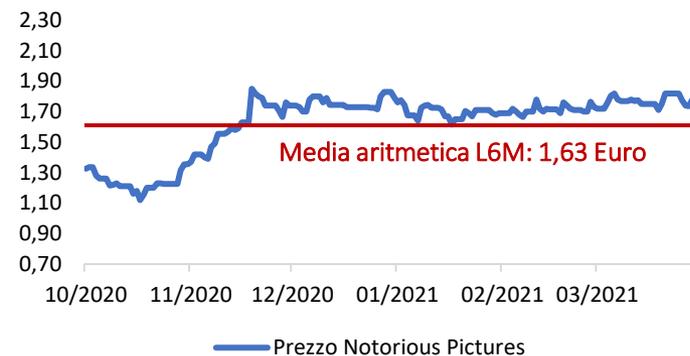


Fonte: Capital IQ (13/04/2020)

Valutazione del Gruppo secondo la quotazione di borsa – Esito valutazione

- La media aritmetica dei prezzi di chiusura del titolo Notorious Pictures negli ultimi sei mesi¹, ovvero il periodo 12 ottobre 2020 - 12 aprile 2021, è pari a Euro **1,63**, mentre il prezzo minimo ed il prezzo massimo nello stesso periodo sono pari a Euro 1,1 ed Euro 1,9 rispettivamente
- Utilizzando una media ponderata sui volumi di scambio del titolo nello stesso periodo viene calcolato un prezzo per azione medio Euro 1,73
- Moltiplicando la media aritmetica L6M del prezzo del titolo per il numero delle azioni *outstanding* al 13/04/2021 si arriva ad una valutazione dell'Equity Value del Gruppo di Euro **36,7 mln**, con un intervallo (utilizzando il prezzo minimo e massimo L6M) compreso tra Euro 25,2 mln ed Euro 41,6 mln
- Sommando all'Equity Value la PFN del Gruppo al 31.12.2020 si calcola un Enterprise Value del Gruppo pari a Euro 49,6 mln, con un intervallo compreso tra Euro 38,1 mln ed Euro 54,5 mln

Valutazione secondo prezzi di borsa L6M	Media Aritmetica	Prezzo Minimo	Prezzo Massimo	Media Ponderata
Prezzo azione	1,63	1,1	1,9	1,73
Numero azioni (Euro mln)	22,5	22,5	22,5	22,5
Equity Value del Gruppo (Euro mln)	36,7	25,2	41,6	38,8
PFN del Gruppo al 31.12.2020 (Euro mln)	12,9	12,9	12,9	12,9
Enterprise Value del Gruppo (Euro mln)	49,6	38,1	54,5	51,7



Note: (1) Definizione come specificata nell'Art. 2437-ter del Codice Civile: Media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi che precedono la pubblicazione ovvero ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea le cui deliberazioni legittimano il recesso

Fonte: Capital IQ (13/04/2020)

Indice

1. *Overview del Gruppo*
2. *Metodi di valutazione selezionati*
3. *Valutazione del Gruppo secondo la quotazione di borsa*
4. *Valutazione del Gruppo secondo il metodo dei multipli di mercato*
5. *Valutazione del Gruppo secondo la vista degli analisti finanziari*

Valutazione del Gruppo secondo il metodo dei multipli di mercato - Società Comparabili

- Le **Società comparabili** selezionate risultano essere **Leone Film Group S.p.A.**, **Lucisano Media Group S.p.A.** e **Mondo TV S.p.A.**. Tali Società sono **attive nello stesso settore del Gruppo** (distribuzione e/o produzione di contenuti cinematografici/televisivi)
- Le tabelle sottostanti riportano i dati storici (2018-2020) e i dati prospettici (2021-2022) delle Società comparabili. I **dati prospettici sono frutto delle proiezioni degli analisti finanziari che coprono tali Società**
- Nel panel selezionato si è riscontrato un calo nel 2020 in termini di ricavi ed EBITDA, principalmente dovuto alla pandemia da Covid-19, con una ripresa sostanziale stimata nel biennio 2021-2022

Ricavi 2018A – 2022E (Dati in Euro mln)

Società	Ricavi (Euro mln)					CAGR Ricavi '18 - '20	CAGR Ricavi '21 - '22
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22		
Società Italiane							
Leone Film Group S.p.A.	122,1	70,2	68,8	n.a.	n.a.	-24,9%	n.a.
Lucisano Media Group S.p.A.	44,7	38,0	32,2	n.a.	n.a.	-15,1%	n.a.
Mondo TV S.p.A.	19,5	23,2	n.a.	29,2	31,1	n.a.	6,5%

EBITDA e EBITDA Margin (%) 2018A – 2022E (Dati in Euro mln)

Società	EBITDA (Euro mln)					CAGR EBITDA '18 - '20	CAGR EBITDA '21 - '22	EBITDA Margin (%)				
	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22			dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22
Società Italiane												
Leone Film Group S.p.A.	30,5	29,0	26,5	n.a.	n.a.	-6,7%	n.a.	25,0%	41,3%	38,5%	n.a.	n.a.
Lucisano Media Group S.p.A.	13,3	13,4	12,6	n.a.	n.a.	-2,9%	n.a.	29,8%	35,2%	39,0%	n.a.	n.a.
Mondo TV S.p.A.	11,2	16,4	n.a.	24,6	26,5	n.a.	7,8%	57,4%	70,7%	n.a.	84,2%	85,3%

Fonte: Capital IQ (13/04/2020)

Valutazione del Gruppo secondo il metodo dei multipli di mercato – Multipli

- A causa della pandemia da Covid-19, i dati relativi all'esercizio 2020 non sono significativi per il calcolo dei multipli di mercato, visti i livelli di ricavi ed EBITDA **significativamente ridotti** e non significativi delle *performance* future delle Società in esame e del Gruppo
- Per tale motivo, e anche a causa di una **mancanza di stime degli analisti finanziari sulle performance 2021 e 2022**, viene utilizzato il multiplo relativo all'esercizio 2019
- La **media aritmetica dei multipli EV/EBITDA delle Società comparabili per l'esercizio 2019 è pari a 3,7x**, che, applicata all'EBITDA 2019 del Gruppo, ritorna un **Enterprise Value pari a Euro 57,6 mln**. Sommando a tale valore la PFN del Gruppo al 31.12.2020 si arriva ad un **Equity Value pari a Euro 44,7 mln** che, diviso per il numero di azioni *outstanding* al 13/04/2021, ritorna un **prezzo per azione di Euro 2,0**

Società	Cap. di mercato (Euro mln)	Enterprise Value (Euro mln)	Enterprise Value / Ricavi (x)				Enterprise Value / EBITDA (x)			
			2019	2020	2021	2022	2019	2020	2021	2022
Società Italiane	Media L12M									
Leone Film Group S.p.A.	38,1	104,1	1,5x	1,5x	n.a.	n.a.	3,6x	3,9x	n.a.	n.a.
Lucisano Media Group S.p.A.	17,4	47,0	1,2x	1,5x	1,0x	n.a.	3,5x	3,7x	2,7x	n.a.
Mondo TV S.p.A.	61,1	67,5	2,9x	n.a.	2,3x	2,2x	4,1x	n.a.	2,7x	2,5x
Mediana			1,5x	1,5x	1,7x	2,2x	3,6x	3,8x	2,7x	2,5x
Media			1,9x	1,5x	1,7x	2,2x	3,7x	3,8x	2,7x	2,5x
EBITDA del Gruppo (Euro mln)							15,4			
Multiplo sull'EBITDA applicato							3,7x			
Enterprise Value del Gruppo (Euro mln)							57,6			
PFN del Gruppo al 31.12.2020 (Euro mln)							12,9			
Equity Value del Gruppo (Euro mln)							44,7			
Numero azioni (Euro mln)							22,5			
Prezzo azione							2,0			

Nota: (1) Enterprise Value calcolato usando capitalizzazione di mercato media negli ultimi 12 mesi e PFN (inclusi effetti IFRS16) al 31.12.2020, ad eccezione di Mondo TV S.p.A. per la quale è stato usato il dato di PFN al 30.9.2020 in assenza di dati aggiornati.

Fonte: Capital IQ (13/04/2020)

Valutazione del Gruppo secondo il metodo dei multipli di mercato – Esito valutazione

- La tabella sottostante riporta l'esito della valutazione secondo il metodo dei multipli di mercato
- Applicando un intervallo del +/- 10% alla valutazione del prezzo del titolo Notorious Pictures di Euro 2,0 si determina una forchetta di prezzo compresa tra Euro 1,8 ed Euro 2,2
- Moltiplicando il prezzo minimo e massimo per il numero delle azioni *outstanding* al 13/04/2021 si arriva ad una valutazione dell'Equity Value del Gruppo compresa tra Euro 40,3 ed Euro 49,2 mln
- Sommando all'Equity Value la PFN del Gruppo al 31.12.2020 si arriva ad una valutazione dell'Enterprise Value del Gruppo compresa tra Euro 53,2 mln ed Euro 62,1 mln

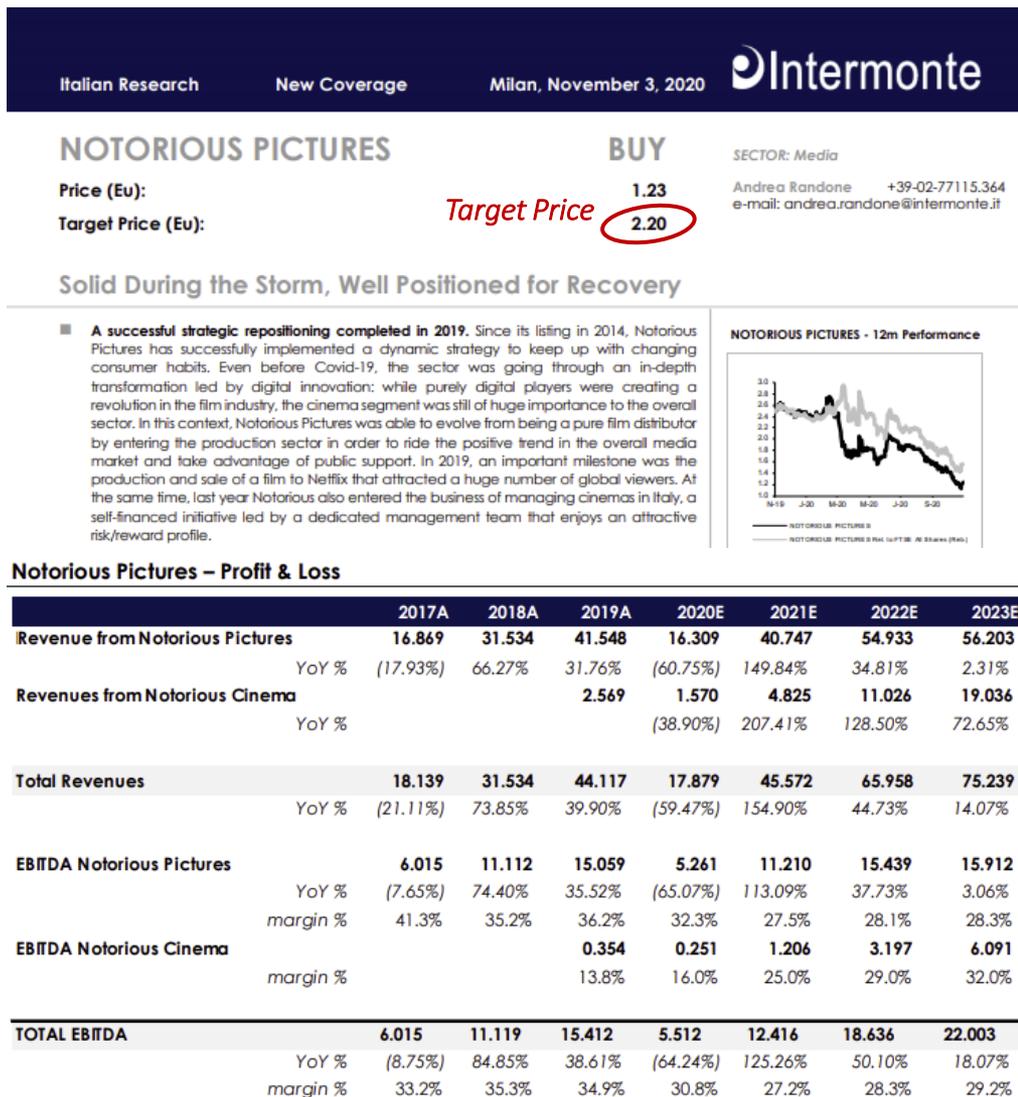
Valutazione secondo i multipli di mercato	Prezzo Medio	Prezzo Minimo	Prezzo Massimo
Prezzo azione	2,0	1,8	2,2
Numero azioni (Euro mln)	22,5	22,5	22,5
Equity Value del Gruppo (Euro mln)	44,7	40,3	49,2
PFN del Gruppo al 31.12.2020 (Euro mln)	12,9	12,9	12,9
Enterprise Value del Gruppo (Euro mln)	57,6	53,2	62,1

Fonte: Capital IQ (13/04/2020)

Indice

1. *Overview del Gruppo*
2. *Metodi di valutazione selezionati*
3. *Valutazione del Gruppo secondo la quotazione di borsa*
4. *Valutazione del Gruppo secondo il metodo dei multipli di mercato*
5. *Valutazione del Gruppo secondo la vista degli analisti finanziari*

Valutazione del Gruppo secondo la vista degli analisti finanziari – Report Intermonte (1/2)



Fonte: Report Intermonte pubblicato in data 03 novembre 2020

- Il metodo dei report degli analisti finanziari si basa sul report pubblicato da Intermonte in data 03 novembre 2020, confermato sia in termini di valutazione che in termini di linee guida dall'aggiornamento pubblicato da Intermonte in data 13 aprile 2021 (evidenziato nella pagina successiva)
- I report sviluppati precedentemente risalgono a settembre 2019 e risultano non più attuali a valle della crisi da Covid-19
- Nel report datato 03 novembre 2020 viene indicato un *target price* (ovvero il prezzo che rappresenta il *fair value* del Gruppo) di Euro 2,20 per azione
- Tale valutazione viene fatta sulla base di 2 metodologie: il metodo dei flussi di cassa attualizzati (UDCF) ed il metodo dei multipli di mercato:
 - Il metodo UDCF si basa sulle stime dei ricavi e dell'EBITDA per il periodo 2020-2023 (come riportate nella seconda tabella a lato)
 - Il metodo dei multipli di mercato si basa sulle stesse Società comparabili analizzate nella Sezione 4 oltre che su 2 società estere aggiuntive (non considerate nella Sezione 4 vista la differenza sostanziale in termini di dimensioni)
- Il peso di tale valutazione deve scontare il fatto che il report si basa su ipotesi fortemente condizionate e condizionabili dalla pandemia da Covid-19, nello specifico dalle riaperture delle sale cinematografiche in Italia. Il report ipotizzava un «ritorno alla normalità nella seconda metà del 2021» - ipotesi difficilmente confermabile allo stato attuale della situazione pandemica nazionale

Valutazione del Gruppo secondo la vista degli analisti finanziari – Report Intermonte (2/2)

Italian Research FY20 Results Milan, April 13, 2021

Intermonte

SECTOR: Media

Andrea Randone +39-02-77115.364
e-mail: andrea.randone@intermonte.it

NOTORIOUS PICTURES **BUY**

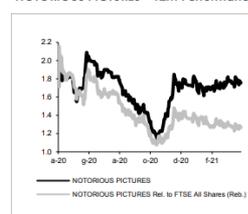
Price (Eu):
Target Price (Eu): **Target Price 1.75**
2.20

Promising Signs Awaiting Reopening

- **Group defended cash flow well in FY20.** In an incredibly difficult year worldwide, the group demonstrated the validity of its strategy of diversifying distribution channels and saw cash levels hold up well thanks in part to public subsidies. 2020 revenues came in at Eu13.4mn, down 70% YoY but thanks to a 75% reduction in OpEx and a halving of personnel costs, EBITDA came to Eu5.0mn, broadly in line with our expectations. YE20 net debt was Eu12.9mn, an improvement on both the end of June 2020 (Eu13.7mn) and the end of December 2019 (Eu14.3mn). It is important to underline that without the impact of IFRS16 the YE20 debt would have been just Eu0.6mn.
- **Supportive recent newsflow.** On 17th March 2021, Notorious Pictures announced the signing of a co-production agreement with Amazon Studios for the first Italian Amazon Original film, entitled "Anni da cane", developed from a subject originated by Notorious. Based on the agreement, Notorious Pictures will carry out executive production for the film at a higher-than-usual margin, as it also developed the script and will retain certain distribution rights. On 22nd March, Notorious announced the acquisition of rights for 8 international films at the European Film Market (Berlin Film Festival), enhancing visibility

Next event: 1H21 results
Results out 29 September 2021

NOTORIOUS PICTURES - 12m Performance



Notorious Pictures - Change to estimates

	0	2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
Revenue from Notorious Pictures	11.89	27.75	48.50	54.95	40.75	54.93	56.20	
YoY %	(72%)	133%	75%	13%	150%	35%	2%	
Revenues from Notorious Cinema	1.55	2.66	8.85	14.89	4.83	11.03	19.04	
YoY %	(31%)	72%	232%	68%	207%	129%	73%	
Total Revenues	13.44	30.41	57.35	69.84	45.57	65.96	75.24	
YoY %	(70%)	126%	89%	22%	155%	45%	14%	
EBITDA Notorious Pictures	5.04	11.38	14.61	16.28	11.21	15.44	15.91	
YoY %	(67%)	126%	28%	11%	113%	38%	3%	
margin %	42%	41%	30%	30%	28%	28%	28%	
EBITDA Notorious Cinema	0.25	0.67	2.57	4.77	1.21	3.20	6.09	
margin %	16%	25%	29%	32%	25%	29%	32%	
TOTAL EBITDA	5.03	12.05	17.17	21.04	12.42	18.64	22.00	
YoY %	(67.33%)	139.25%	42.55%	22.54%	125.26%	50.10%	18.07%	
margin %	37.5%	39.6%	29.9%	30.1%	27.2%	28.3%	29.2%	

Fonte: Report Intermonte pubblicato in data 13 aprile 2021

- Intermonte, in data 13 aprile 2021, ha pubblicato un aggiornamento del report datato 03 novembre 2020
- Tale aggiornamento conferma il report precedente sia in termini di valutazione finale (*target price* di Euro 2,20) che in termini di linee guida
- I metodi di valutazione sono rimasti invariati (metodo dei flussi di cassa attualizzati (UDCF) e metodo dei multipli di mercato)
- La sostanziale differenza si trova nell'aggiornamento delle stime dei dati economico-finanziari prospettici (periodo 2021E - 2023E)
- Nello specifico, il report del 13 aprile 2021 riflette un prolungamento temporale delle restrizioni causate dalla pandemia da Covid-19 rispetto alla stima di ritorno alla normalità nella seconda metà del 2021 fatta nel report datato 03 novembre 2020
- Le evoluzioni delle stime prospettiche descritte sopra riflettono l'incertezza causata dalla pandemia da Covid-19 che attualmente condiziona il mercato cinematografico, rendendo tali stime prospettiche difficilmente confermabili
- Per i motivi di cui sopra, viene confermato che «il peso di tale valutazione deve scontare il fatto che il report si basa su ipotesi fortemente condizionate e condizionabili dalla pandemia da Covid-19», come descritto nella pagina precedente

Valutazione del Gruppo secondo la vista degli analisti finanziari – Esito valutazione

- La tabella sottostante riporta l'**esito della valutazione secondo il report pubblicato da Intermonte** (considerando il *target price* aggiornato al 13 aprile 2021)
- Applicando un intervallo del +/- 10% alla **valutazione del prezzo del titolo Notorious Pictures di Euro 2,2** si determina una **forchetta di prezzo compresa tra Euro 2,0 ed 2,4**
- Moltiplicando il prezzo minimo e massimo per il numero delle azioni *outstanding* al 13/04/2021 si arriva ad una valutazione **dell'Equity Value del Gruppo compresa tra Euro 44,5 mln ed Euro 54,4 mln**
- Sommando all'Equity Value la PFN del Gruppo al 31.12.2020 si arriva ad una valutazione **dell'Enterprise Value del Gruppo compresa tra Euro 57,4 mln ed Euro 67,3 mln**

Valutazione secondo il report degli analisti	Target Price	Prezzo Minimo	Prezzo Massimo
Prezzo azione	2,2	2,0	2,4
Numero azioni (Euro mln)	22,5	22,5	22,5
Equity Value del Gruppo (Euro mln)	49,5	44,5	54,4
PFN del Gruppo al 31.12.2020 (Euro mln)	12,9	12,9	12,9
Enterprise Value del Gruppo (Euro mln)	62,4	57,4	67,3

Fonte: Report Intermonte pubblicati in data 03 novembre 2020 e 13 aprile 2021, rielaborazioni Fingiacco



Contatti

Via Aurelio Saffi 26, 20123 Milano – +39 02 48100429

Leopoldo Varasi – Partner – lvarasi@fingiaco.com – + 39 335 6170218

Paolo Giovanetti – Director – pgiovanetti@fingiaco.com – +39 335 1794948

Pietro Gambarini – Analyst – pgambarini@fingiaco.com – +39 351 8516990