SOCIETÀ AEROPORTO TOSCANO GALILEO GALILEI SPA
AEROPORTO DI FIRENZE SPA

FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI AEROPORTO DI FIRENZE SPA IN SOCIETÀ AEROPORTO TOSCANO GALILEO GALILEI SPA

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 2501 SEXIES C.C.

FUSIONE PER INCORPORAZIONE DI AEROPORTO DI FIRENZE SPA IN SOCIETÀ AEROPORTO TOSCANO GALILEO GALILEI SPA (la "Fusione")

RELAZIONE DELLA SOCIETÀ DI REVISIONE AI SENSI DELL'ART. 2501 SEXIES C.C.

Agli azionisti di Società Aeroporto Toscano Galileo Galilei SpA

Agli azionisti di Aeroporto di Firenze SpA

1. Motivo e oggetto dell'incarico

In data 28 novembre 2014 - a seguito di istanza presentata congiuntamente da Società Aeroporto Toscano Galileo Galilei SpA ("**SAT**") e da Aeroporto di Firenze SpA ("**AdF**", insieme anche le "**Società**" o le "Società partecipanti alla Fusione") in data 27 novembre 2014 - il Tribunale di Firenze ha designato la società di revisione PricewaterhouseCoopers SpA quale esperto comune ("**Esperto**") incaricato di redigere la relazione sulla congruità del rapporto di cambio ai sensi e per gli effetti dell'art. 2501 sexies del Codice Civile ("**Relazione**"). A tal fine abbiamo ricevuto da SAT e da AdF il progetto di fusione per incorporazione di AdF in SAT ("**Progetto di Fusione**"), le relazioni degli amministratori (le "**Relazioni degli Amministratori**") che indicano, illustrano e giustificano, ai sensi dell'art. 2501 quinquies del Codice Civile, il rapporto di cambio fra le azioni ordinarie di SAT e le azioni ordinarie di AdF (il "**Rapporto di Cambio**"), nonché le relazioni finanziarie semestrali al 30 giugno 2014 di SAT e di AdF assunte quali situazioni patrimoniali di riferimento (le "**Situazioni Patrimoniali**") ai sensi dell'art. 2501 quater del Codice Civile.

La fusione per incorporazione di AdF in SAT ("Fusione") è volta ad ottenere l'integrazione degli aeroporti toscani Galilei e Vespucci gestiti da tali società per costituire il Sistema Aeroportuale Toscano, che rappresenterà uno dei principali poli aeroportuali italiani.

La Fusione si realizzerà mediante un aumento del capitale sociale di SAT con emissione di nuove azioni ordinarie da offrire in concambio agli azionisti di AdF e determinerà l'estinzione di AdF in SAT la quale, per l'effetto, modificherà la propria denominazione in "Toscana Aeroporti SpA"

In data 19 dicembre 2014 i Consigli di Amministrazione di SAT e AdF hanno concordato di proporre l'approvazione del Progetto di Fusione alle rispettive assemblee straordinarie degli azionisti e, in particolare, all'assemblea straordinaria di SAT il 10 febbraio 2015 in prima convocazione e, occorrendo, il 12 febbraio 2015 in seconda convocazione e all'assemblea straordinaria di AdF il 9 febbraio 2015 in prima convocazione e, occorrendo, l'11 febbraio 2015 in seconda convocazione.

2. *Natura e portata della presente relazione*

Al fine di fornire agli azionisti idonee informazioni sul Rapporto di Cambio, la presente relazione indica i metodi seguiti dagli amministratori di SAT e di AdF per la sua determinazione e le difficoltà di valutazione dagli stessi incontrate. Essa contiene, inoltre, la nostra valutazione sull'adeguatezza nella circostanza di tali metodi, sotto il profilo della loro ragionevolezza e non arbitrarietà, sull'importanza relativa attribuita dagli amministratori delle Società a ciascuno di essi nonché sulla loro corretta applicazione.
Nell'esaminare i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, anche sulla base delle indicazioni dei loro consulenti, non abbiamo effettuato una valutazione economica di SAT o di AdF. Tale valutazione è stata svolta esclusivamente dal Consiglio di Amministrazione di SAT (il "**CdA di SAT**") e dal Consiglio di Amministrazione di AdF (il "**CdA di AdF**", congiuntamente anche i "**CdA**" o gli "**Amministratori**") e dai consulenti da essi incaricati.

3. *Documentazione utilizzata*

Nello svolgimento del nostro lavoro abbiamo ottenuto da SAT e da AdF i documenti e le informazioni ritenuti utili nella fattispecie. Abbiamo analizzato la seguente documentazione:

1) il Progetto di Fusione e le Relazioni degli Amministratori indirizzate alle rispettive assemblee straordinarie che propongono, con riferimento alle Situazioni Patrimoniali, il seguente Rapporto di Cambio:
    - n. 0,9687 azioni ordinarie SAT, aventi diritti e data di godimento identici a quelli delle azioni ordinarie SAT in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni azione ordinarie di AdF;

2) documento "Parere in riferimento al rapporto di cambio della Fusione tra SAT e AdF con sede in Firenze via del Termine n°11" rilasciato da La Merchant SpA ("**LM**") in data 15 e 19 dicembre 2014;

3) documento "Fusione per incorporazione di Aeroporto di Firenze SpA nella Società Aeroporto Toscana Galileo Galilei SpA - Determinazione del Rapporto di Cambio per il Comitato degli Indipendenti di Aeroporto di Firenze SpA" rilasciata da Grant Thornton Advisory Srl ("**GT**") in data 14 dicembre 2014 e indirizzato al Comitato degli Indipendenti e al CdA di AdF;

4) documento "Fusione per incorporazione di Aeroporto di Firenze SpA nella Società Aeroporto Toscana Galileo Galilei SpA - *Fairness opinion* sulla congruità del Rapporto di Cambio" rilasciato da Grant Thornton Advisory Srl ("**GT**") in data 19 dicembre 2014 e indirizzato al Comitato degli Indipendenti e al CdA di AdF;

5) relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2014 approvata dal CdA di SAT in data 29 agosto 2014 ai sensi dell'art. 2501-quater, comma 2, del Codice Civile, oggetto di revisione contabile limitata da parte di Deloitte & Touche SpA ("**D&T**") che, in data 29 agosto 2014, ha emesso la propria relazione con giudizio senza rilievi;

6) relazione finanziaria semestrale al 30 giugno 2014 approvata da CdA di AdF in data 29 luglio 2014, ai sensi dell'art. 2501-quater, comma 2, del Codice Civile, oggetto di revisione contabile limitata da parte di BDO SpA ("**BDO**") che, in data 30 luglio 2014, ha emesso la propria relazione con giudizio senza rilievi;

7) bilanci di esercizio di SAT e AdF al 31 dicembre 2013;

8) documento "Business Plan SAT 2014-2018" redatto da Kpmg Advisory SpA ("**Kpmg**"), datato dicembre 2014 e relativo al piano industriale di SAT, approvato dal Consiglio di Amministrazione della società in data 4 dicembre 2014;

9) documento "Business Plan AdF 2014-2018" redatto da Kpmg, datato novembre 2014 e relativo al piano industriale di AdF, approvato dal Consiglio di Amministrazione della società in data 3 dicembre 2014;

10) documenti Informativi di SAT e AdF, redatti ai sensi dell'articolo 70, comma 4 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e dell'articolo 5, commi 1 e 6, del Regolamento Consob n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato, messi a disposizione del pubblico presso le sedi sociali e sui siti internet (www.aeroporto.firenze.it/it e www.pisa-airport.com) delle Società;

11) relazione di stima di beni immobili posti in Comune di Pisa di proprietà SAT, redatta dal Dott. Giovanni Benvenuti asseverata in data 15 aprile 2014;

12) convenzioni sottoscritte da SAT e AdF con l'ENAC;

13) elementi di mercato, contabili e statistici nonché ogni altra informazione e documentazione ritenuta utile ai fini della presente relazione;

14) andamento dei prezzi di borsa dei titoli azionari di SAT e di AdF;

15) statuto di SAT pre e post fusione e Statuto di AdF.

Abbiamo inoltre ottenuto attestazione che, per quanto a conoscenza delle Direzioni delle Società, non sono intervenute modifiche significative ai dati ed alle informazioni prese in considerazione nello svolgimento delle nostre analisi.

4. Metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del Rapporto di Cambio

I Consigli di Amministrazione di SAT e AdF hanno determinato il Rapporto di Cambio a seguito di una ponderata valutazione di SAT e AdF, tenendo conto della natura dell'operazione ed adottando metodi di valutazione comunemente utilizzati, anche a livello internazionale, per operazioni di tale natura, per imprese operanti in questo settore e adeguati alle caratteristiche di ciascuna Società partecipante alla Fusione.

Le Società partecipanti alla Fusione sono soggette a comune controllo e in ragione della significatività della Fusione, la stessa costituisce un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza" ai sensi del regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, e della procedura approvata dai rispettivi Consigli di Amministrazione di SAT e di AdF. Pertanto, i rispettivi comitati composti da consiglieri indipendenti non correlati (ciascuno il "**Comitato degli Indipendenti**") sono stati coinvolti nella fase istruttoria della Fusione ed hanno approvato il Progetto di Fusione, riconoscendo la sussistenza di un interesse per le Società partecipanti alla Fusione e all'esecuzione della Fusione stessa.

Nello svolgimento dei propri lavori, ciascun Comitato degli Indipendenti ha individuato un *advisor* finanziario indipendente e ha offerto al rispettivo consiglio di amministrazione la possibilità di avvalersi - ai fini delle proprie valutazioni – anche del parere dell'*advisor* finanziario da ciascun Comitato degli Indipendenti individuato, al fine di, al contempo, garantire la massima indipendenza degli *advisor* e un contenimento dei costi aziendali.

Pertanto, al fine di supportare le proprie valutazioni, i Comitati degli Indipendenti di SAT ed AdF si sono avvalsi dei pareri degli *advisor* finanziari, rispettivamente, La Merchant SpA ("**LM**") e Grant Thornton Advisory Srl ("**GT**").

I Consigli di Amministrazione di SAT e AdF hanno aderito alla proposta formulata dai rispettivi Comitati degli Indipendenti e, al fine di contenere i costi aziendali, hanno deliberato di non procedere alla nomina di ulteriori *advisor* finanziari.

4.1. Metodi di valutazione adottati dal CdA di SAT

4.1.1. Premessa

La documentazione a supporto della determinazione del Rapporto di Cambio da parte del Consiglio di Amministrazione di SAT comprende, in aggiunta alle relazioni finanziarie semestrali sopra richiamate, tra l'altro, i seguenti documenti:

- gli statuti vigenti delle Società partecipanti alla Fusione;
- i Piani di SAT e di AdF;
- le convenzioni sottoscritte dalle Società partecipanti alla Fusione con l'ENAC.

Successivamente alla determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione ha ricevuto da LM una *fairness opinon* in merito alla congruità dal punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio.

4.1.2. Scelta dei metodi di valutazione

Il CdA ha individuato le metodologie di valutazione del capitale economico tenendo conto delle caratteristiche dei settori e delle attività proprie delle Società partecipanti alla Fusione, nonché degli obiettivi della valutazione stessa.

Gli Amministratori di SAT hanno ritenuto che le metodologie prescelte, pur rappresentando criteri riconosciuti e utilizzati nella prassi nazionale e internazionale, non dovevano essere analizzate singolarmente, bensì considerate come parte imprescindibile di un processo valutativo unitario. L'analisi dei risultati ottenuti da ciascuna metodologia, in modo indipendente e non alla luce del rapporto di complementarietà che si crea con gli altri criteri, avrebbe comportato la perdita di significatività dell'intero processo di valutazione. Presupposto essenziale per la stima dei valori economici delle entità coinvolte nel processo di Fusione è la quantificazione di un valore delle singole società oggetto di valutazione, con l'obiettivo di definire dei valori con caratteristiche di omogeneità e confrontabilità ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Sulla base, quindi, di quanto indicato, tenendo conto delle caratteristiche specifiche di SAT e AdF e degli standard di valutazione generalmente riconosciuti nella prassi nazionale e internazionale, la determinazione del valore corrente teorico di SAT e AdF da parte degli Amministratori di SAT è stata effettuata attraverso l'utilizzo delle seguenti metodologie:

- il metodo del *Discounted Cash Flow* ("**DCF**"), che determina il valore di un'azienda o di un'attività economica nella sua globalità, sulla base della capacità della stessa di generare flussi di cassa. In particolare, tale criterio si basa sull'ipotesi che il valore di un'azienda o di un'attività economica sia pari (i) al valore attuale dei flussi di cassa generati nel futuro, attualizzati a un opportuno tasso di sconto rappresentato nel caso di specie dal costo

medio ponderato del capitale investito della società (*Weighted Average Cost of Capital* – **WACC**) e (ii) di un valore terminale anch'esso attualizzato al medesimo tasso di sconto;

- il metodo dell'andamento delle quotazioni di mercato, che si fonda sull'assunto che il corso di Borsa di un titolo rappresenti, quantomeno in uno stabile scenario di riferimento, una ragionevole approssimazione del valore economico di una società.

Non sono state invece prese in considerazione le metodologie basate sui multipli di borsa o derivanti da transazioni comparabili, in quanto la comparabilità insita nelle Società partecipanti alla Fusione è risultata inficiata da differenze collegate anche alla durata e alle caratteristiche delle concessioni in essere.

4.1.3. Descrizione dei metodi di valutazione

Di seguito una breve descrizione delle metodologie applicate dagli Amministratori di SAT:

DCF, Metodo dell'attualizzazione degli Unlevered Cash Flow (flussi di cassa operativi)

Tale metodologia di valutazione prevede che il valore delle Società partecipanti alla Fusione sia calcolato come di seguito indicato:

$$\mathbf{W} = \left[\sum_{t=1}^{n} \mathbf{F}_{(t)} (1 + \mathbf{WACC})^{-t} + \mathbf{F}_{(n)} (1 + \mathbf{WACC})^{-n} \right] - PFN$$

Dove i simboli assumono il seguente significato:

- **W** Valore corrente teorico del capitale dell'azienda oggetto di valutazione;
- **F(t)** Flussi finanziari per ciascuno degli n anni considerati nel periodo di proiezione esplicita;
- **F(n)** Valore residuo della società oggetto di valutazione alla fine dell'ultimo periodo di previsione esplicita;
- **WACC** Costo medio ponderato del capitale investito;
- **PFN** Posizione finanziaria netta alla data di riferimento.

Nel dettaglio i singoli parametri rilevanti:

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

Valore residuo. Nel processo valutativo non è sufficiente attualizzare i flussi finanziari previsti nel business plan dell'azienda, ma è anche necessario calcolare un valore per i flussi annuali che sono al di là della soglia di previsione analitica del business plan. Ai fini della stima di tale valore residuo, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale prevalente. In particolare, il valore residuo F(n) può essere determinato come:

- valore di liquidazione dell'attivo, al netto dei debiti residui alla fine del periodo di previsione esplicita;
- valore corrispondente alla capitalizzazione illimitata del reddito operativo netto;
- valore derivante dall'impiego di moltiplicatori empirici del tipo *Price/Earning per share*, *Price/Net book value per share* o *Enterprise Value*/Ebitda;
- valore corrispondente alla capitalizzazione del flusso finanziario prospettico medio.

Nel caso di specie per entrambe le strutture alla fine del periodo di previsione esplicita, gli Amministratori di SAT hanno effettuato delle ipotesi di crescita per un periodo limitato di tempo, compreso tra il 2028 (ultimo anno di business plan) e la data di scadenza delle concessioni, fissata al 2045 per SAT e al 2042 per AdF.

Costo medio ponderato del capitale. I flussi finanziari da attualizzare sono quelli di natura operativa, destinati alla remunerazione di tutti i fornitori di capitale, azionisti e terzi. Ai fini dell'attualizzazione dei flussi finanziari e del valore residuo, deve essere pertanto utilizzato un tasso rappresentativo del costo medio del capitale investito nelle Società. Sulla base della prassi e della dottrina e in particolare della tecnica valutativa del *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), il Costo medio ponderato del capitale (WACC) è definito come segue.

$$\mathbf{WACC = w_e i_e + w_d i_d (1\text{-}t)}$$

dove i simboli assumono il seguente significato:

- $\mathbf{w_e}$ Peso attribuito al capitale proprio;

- w_d Peso attribuito al capitale di terzi (debiti onerosi);
- i_e Costo del capitale proprio;
- i_d Tasso di interesse medio sul capitale di terzi (debiti onerosi);
- t aliquota fiscale.

Di seguito, è riportato il procedimento di stima del costo del capitale proprio, del costo del capitale di terzi, e dei pesi da utilizzare ai fini del calcolo del costo medio ponderato del capitale investito.

Costo del capitale proprio

Il costo del capitale proprio i_e è comunemente definito come il rendimento medio atteso dal capitale di rischio investito nell'impresa, ossia il costo opportunità del capitale azionario dell'impresa considerata.

La stima del costo del capitale proprio i_e è normalmente effettuata sulla base del CAPM, che trova espressione nella seguente formula:

$$i_e = r_f + \beta \cdot (r_m - r_f)$$

dove:

- r_f rappresenta il rendimento reale di un portafoglio a rischio nullo. La prassi valutativa, in relazione alle oggettive difficoltà insite nella costruzione di un simile portafoglio, è solita far riferimento al rendimento medio dei titoli di stato a medio/lungo termine;
- r_m rappresenta il rendimento atteso del portafoglio di mercato, contenente quindi tutti i titoli presenti sul mercato;
- ($r_m - r_f$) rappresenta, quindi, il premio per il rischio di mercato;
- β é un indice che misura la sensibilità globale dei prezzi di un titolo alle variazioni generali del mercato nel suo complesso; è, pertanto, indicativo del rischio sistematico o di mercato del titolo azionario considerato.

In estrema sintesi, un β >1 è indicativo di un titolo "aggressivo", che si muove cioè nella stessa direzione del mercato, ma con un'intensità maggiore; come tale è indice di un titolo maggiormente esposto a possibili oscillazioni dei rendimenti, quindi rischioso.

Viceversa, titoli con $\beta < 1$ sono considerati "conservativi" in quanto contraddistinti da una propensione all'oscillazione minore rispetto a quella del mercato nel suo complesso; come tale, è indice di un rischio inferiore a quello complessivo di mercato.

Costo del capitale di terzi

Il costo del capitale di terzi i_d delle Società, da utilizzare ai fini del calcolo del WACC, è pari al tasso medio del capitale di terzi (tasso medio sui debiti onerosi esclusi dal calcolo dei flussi finanziari *unlevered*), tenendo conto della deducibilità fiscale degli interessi passivi.

Struttura finanziaria delle Società

I tassi sopra definiti, rappresentando il costo opportunità di tutte le componenti del capitale, azionario e di debito, devono essere ponderati in relazione alla struttura finanziaria delle Società.

Ai fini della stima della struttura finanziaria delle Società, ossia della definizione dei pesi w_e e w_d, diversi approcci alternativi sono proposti dalla dottrina e dalla prassi professionale. In particolare, i pesi possono essere determinati sulla base di diversi approcci:

- struttura finanziaria delle Società alla data di riferimento della valutazione, utilizzando i valori di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi. Tale approccio si basa sull'ipotesi che l'attuale struttura finanziaria delle Società sia rappresentativa della composizione tendenziale del capitale;

- struttura finanziaria prospettica delle Società. Questa può essere a sua volta definita sulla base di:

  - valori medi di mercato del capitale proprio e del capitale di terzi, rilevati sulla base di un campione di imprese comparabili. Tale approccio si fonda sul presupposto che la struttura finanziaria delle Società si allineerà a quella dei suoi competitors;

  - valori medi del capitale proprio e del capitale di terzi previsti dal management delle Società e incorporati nelle ipotesi di piano. Secondo tale approccio, vengono fatte previsioni esplicite sulla composizione prospettica del capitale delle Società. Per la valorizzazione sia di SAT che di AdF gli Amministratori di SAT hanno deciso di operare secondo tale metodologia.

Analisi dei Prezzi di Mercato

L'analisi dei prezzi di mercato permette di identificare il valore economico di una società con il valore attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono negoziate.

La metodologia consiste nel valutare le azioni delle Società sulla base del prezzo di mercato a una certa data oppure della media del prezzo delle azioni, registrata sul mercato azionario dove le azioni sono negoziate, nel corso di un determinato intervallo di tempo.

In particolare, la scelta dell'intervallo di tempo sul quale calcolare la media dei prezzi deve raggiungere un equilibrio tra la mitigazione di eventuali volatilità di breve periodo e la necessità di riflettere le più recenti condizioni di mercato e situazione della società da valutare.

4.2. Difficoltà di valutazione incontrate dal CdA di SAT

Ai sensi dell'articolo 2501-quinques del Codice Civile, ai fini dell'espletamento dell'analisi valutativa sopra descritta, gli Amministratori di SAT hanno tenuto in considerazione: (i) le particolari caratteristiche delle Società partecipanti alla Fusione e (ii) le criticità che derivano dall'applicazione delle metodologie di valutazione adottate per determinare i rapporti di cambio. In particolare:

- l'applicazione delle metodologie valutative è stata effettuata utilizzando dati economico-finanziari previsionali elaborati da SAT e AdF. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza e indeterminatezza, soprattutto nel contesto attuale di mercato, caratterizzato da elementi non perfettamente determinabili e quantificabili a causa delle condizioni macroeconomiche italiane ed europee;

- la difficile prevedibilità dell'evoluzione del traffico delle Società partecipanti alla Fusione e dell'implementazione in termini di tempi e costi dei rispettivi piani di investimento;

- l'utilizzo del metodo delle quotazioni di mercato presenta difficoltà applicative dovute alla sottostante assunzione che il mercato sia sufficientemente efficiente e liquido, soprattutto per il flottante a oggi limitato della SAT e di AdF.

Le valutazioni non tengono conto di eventuali accadimenti successivi alla data di riferimento delle analisi.

4.3. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal CdA di SAT

4.3.1. Applicazione delle metodologie di valutazione principali

AdF

Nell'applicazione della metodologia di valutazione principale del DCF, il valore di AdF è stato determinato dagli Amministratori di SAT scontando i flussi di cassa di AdF indicati nel Piano AdF. Al valore attuale di tali flussi è stato aggiunto un valore terminale determinato ipotizzando una previsione di crescita dei flussi limitata fino alla data di scadenza della concessione (2042).

Partendo dalla stima dell'Enterprise Value di AdF così determinata, si è passati alla stima del valore unitario delle azioni tenendo conto del valore del debito netto di AdF e del numero complessivo di azioni emesse.

La tabella seguente riporta il valore minimo e massimo per azione AdF, individuati dal CdA di SAT con la metodologia sopra descritta sulla base delle analisi di sensitività effettuate in merito al tasso di attualizzazione dei flussi finanziari prospettici:

(Valori in €)	Minimo	Massimo
Valore per azione AdF	12,06	12,06

SAT

L'applicazione della metodologia di valutazione principale del DCF ha comportato l'attualizzazione dei flussi di cassa di SAT indicati nel Piano SAT. Al valore attuale di tali flussi è stato aggiunto un valore terminale determinato ipotizzando una previsione di crescita dei flussi limitata fino alla data di scadenza della concessione (2045).

Partendo dalla stima dell'Enterprise Value di SAT così determinata, gli Amministratori di SAT hanno proceduto alla stima del valore unitario delle azioni tenendo conto del valore dei *surplus assets* posseduti dalla stessa, del valore del debito netto e del numero complessivo di azioni emesse.

La tabella seguente riporta il valore minimo e massimo per azione SAT, individuati dal CdA di SAT con la metodologia sopra descritta sulla base delle analisi di sensitività effettuate in merito al tasso di attualizzazione dei flussi finanziari prospettici e al valore dei terreni ad oggi a disposizione di SAT e non impiegati nella gestione caratteristica della stessa:

(Valori in €)	Minimo	Massimo
Valore per azione SAT	12,36	12,78

La tabella seguente riassume l'intervallo di stima del Rapporto di cambio calcolato dal CdA, secondo le metodologie e i criteri applicativi sopra illustrati, come quoziente tra il valore unitario per azione SAT ed il valore unitario per azione AdF con riferimento al minimo e al massimo dei rispettivi intervalli determinati in precedenza:

(Valori in €)	Minimo	Massimo
Azioni AdF per azione SAT	1,025	1,060

4.3.2. Applicazione delle metodologie di valutazione di controllo

Al fine di verificare l'accuratezza dei rapporti di cambio determinati con i criteri sopra menzionati, gli Amministratori di SAT hanno provveduto ad effettuare un controllo mediante l'analisi delle quotazioni di mercato. Al fine di mitigare l'effetto di eventuali volatilità nel brevissimo periodo le medie considerate sono state ponderate per i volumi scambiati.

(Valori in €)	AdF	SAT
Media 3 mesi (media ponderata per i volumi) antecedente al 15 dicembre 2014	13,36	13,02
Media 6 mesi (media ponderata per i volumi) antecedente al 15 dicembre 2014	12,95	13,82

La tabella seguente riporta il Rapporto di Cambio riscontrato nei periodi temporali sopra indicati:

(Valori in €)	MEDIA 3 MESI	MEDIA 6 MESI
Azioni AdF per azione SAT	0,975	1,068

All'esito del processo valutativo ed in coerenza con l'applicazione del metodo di controllo utilizzato, il CdA di SAT ha individuato il seguente *range* di Rapporto di Cambio relativo alle Società partecipanti alla Fusione:

(Valori in €)	Minimo	Massimo
Azioni AdF per azione SAT	1,025	1,060

4.3.3. Principali elementi non considerati nelle analisi valutative stand alone

Come da prassi di mercato per operazioni similari, a completamento delle analisi sopra menzionate, gli Amministratori di SAT hanno provveduto, inoltre, a non considerare l'impatto sul Rapporto di Cambio derivante dalle potenziali sinergie. Quali ad esempio:

- sinergie di mercato che, grazie ad un rafforzamento *della brand-identity* dei due scali, consentiranno di realizzare con maggiore forza gli obiettivi di sviluppo del traffico;

- sinergie finanziarie che consentiranno di ottenere una migliore struttura finanziaria complessiva e che, in considerazione della maggiore patrimonializzazione derivante dall'operazione di fusione, garantiranno inoltre un merito di credito più elevato;

- sinergie gestionali che, grazie alla condivisione delle *best-practice* sui processi operativi presenti nei due scali, consentiranno di raggiungere migliori livelli di *performance* e di qualità dei servizi.

4.3.4. Il Rapporto di Cambio

In data 19 dicembre 2014, il Consiglio di Amministrazione di SAT, preso atto del motivato parere favorevole del Comitato Indipendenti all'uopo istituito ai sensi delle relative procedure per operazioni tra parti correlate ("Procedure OPC"), ha approvato il rapporti di cambio tra le azioni ordinarie SAT e le azioni ordinarie AdF in base al quale si procederà all'assegnazione delle azioni della società incorporante. In particolare, detto rapporto è stato determinato nella misura di numero 0,9687 azioni ordinarie della società incorporante, avente data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie SAT in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni azione ordinaria della società incorporanda.

Non sono previsti conguagli in denaro.

Successivamente alla determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione ha ricevuto da LM una *fairness opinon* in merito alla congruità dal punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio.

Ai sensi dell'art. 2504-ter, secondo comma, del Codice Civile, non si farà luogo all'assegnazione di alcuna azione di SAT in concambio delle azioni ordinarie di AdF che SAT dovesse possedere alla data di stipula dell'atto di Fusione e che, in tal caso, saranno annullate senza concambio ai sensi dell'art. 2504-ter, comma 2, del Codice Civile.

4.4. Metodi di valutazione adottati dal CdA di AdF

4.4.1. Premessa

La documentazione a supporto della determinazione del Rapporto di Cambio da parte del Consiglio di Amministrazione di AdF comprende, in aggiunta alle relazioni semestrali precedentemente richiamate, tra l'altro, i seguenti documenti:

- gli statuti vigenti delle Società partecipanti alla Fusione;
- i Piani di SAT e di AdF;
- le convenzioni sottoscritte dalle Società partecipanti alla Fusione con l'ENAC.

Successivamente alla determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione ha ricevuto da GT una *fairness opinon* in merito alla congruità da punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio.

4.4.2. Scelta dei metodi di valutazione

Gli Amministratori di AdF hanno proceduto all'individuazione delle metodologie di valutazione del capitale economico, tenuto conto delle caratteristiche del settore e delle attività proprie delle Società partecipanti alla Fusione, nonché degli obiettivi della valutazione stessa.

Ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, gli Amministratori di AdF hanno proceduto alla valutazione economica del patrimonio economico della società incorporanda e del patrimonio economico della società incorporante. In linea generale, il principio base delle valutazioni ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio consiste nell'omogeneità dei criteri di analisi e di stima relativi alle Società partecipanti alla Fusione.

In altri termini, assume rilevanza fondamentale il fatto che i patrimoni economici della società incorporante e della società incorporanda siano valutati in modo "omogeneo" per consentire la loro "comparabilità" e quindi la corretta determinazione del Rapporto di Cambio.

L'obiettivo finale delle valutazioni è, infatti, quello di addivenire a valori omogenei e confrontabili.

Per giungere alla fissazione, da un lato, del valore economico delle azioni AdF, e, dall'altro, di quello delle azioni SAT, e, dunque, all'individuazione del Rapporto di Cambio tra le azioni SAT e le azioni AdF, il Consiglio di Amministrazione di AdF ha fatto riferimento a principi valutativi di generale accettazione e prassi per operazioni di simile natura, con particolare riguardo a quelli più largamente diffusi in ambito nazionale e internazionale per società operanti nel settore aeroportuale, con riferimento a stime effettuate nel contesto di operazioni che prevedono la definizione di rapporti di cambio.

Nel caso di specie, tenendo conto delle caratteristiche di AdF e di SAT, della tipologia di operatività e del mercato di riferimento, nonché della prassi valutativa in linea con gli standard internazionali di mercato, è stata individuata come metodologia di valutazione principale il metodo del DCF, e come metodologia di controllo l'analisi delle Quotazioni di Mercato. Non sono state, invece, prese in considerazione le metodologie basate sui multipli di borsa o derivanti da transazioni comparabili, in quanto la comparabilità insita nelle società oggetto di transazione è risultata inficiata da differenze connesse principalmente alle dimensioni societarie, ai contesti regolatori, alla durata e alle caratteristiche delle concessioni.

4.4.3. Descrizione dei metodi di valutazione

Di seguito una breve descrizione delle metodologie applicate dagli Amministratori di AdF:

Metodo del Discounted Cash Flow

Il metodo DCF è stato adottato quale criterio principale, in quanto, individua nei flussi di cassa il fattore determinante del valore aziendale. Tale metodologia, laddove i flussi di cassa siano determinabili con ragionevole attendibilità, consente di stimare il valore di una società con un maggiore grado di correttezza rispetto ad altri criteri valutativi.

Tramite l'applicazione del DCF, il valore del capitale economico di una società viene stimato attraverso l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri da essa generati mediante un opportuno tasso rappresentativo del costo-opportunità del capitale. Ne consegue che la determinazione dell'entità dei flussi è un'attività basilare per l'applicazione del metodo e così, analogamente, la coerenza dei tassi di attualizzazione adottati.

Tramite l'applicazione del metodo DCF, il valore del capitale economico di una società è calcolato attraverso la formula seguente:

$$W = \sum_{t=1}^{n} \frac{UCF_t}{(1 + WACC)^t} + \frac{TV}{(1 + WACC)^n} - PFN$$

dove:

W	=	Valore del capitale economico;
UCF_t	=	Flusso di cassa operativo annuale atteso nel periodo t;
TV	=	Terminal value (se applicabile);
PFN	=	Posizione Finanziaria Netta in t=0;

n = Numero dei periodi di proiezione esplicite;

WACC = Costo medio ponderato del capitale.

In sostanza, il valore del capitale economico (W) di una società è dato dalla somma (i) del valore attuale dei flussi di cassa operativi "unlevered" attesi, e (ii) di un terminal value (se applicabile), al netto di (iii) debito finanziario netto.

Gli UCF (Unlevered Cash Flow) sono i flussi di cassa operativi futuri che la società è in grado di generare. Per flusso di cassa operativo, si intende un flusso di cassa che non considera la gestione finanziaria (interessi e le variazioni di indebitamento netto) distribuzione dividendi o aumenti di capitale della società. Essi vengono determinati per un periodo limitato ed al netto delle imposte.

I flussi operativi "unlevered" sono determinabili analiticamente come segue:

+ Utile prima degli interessi e delle imposte (EBIT);

- Imposte sull'EBIT (al netto di aggiustamenti di natura non monetaria considerati parte della base imponibile nella contabilità fiscale);

+ Ammortamenti/accantonamenti aventi natura non monetaria;

- Investimenti fissi (CAPEX);

+/- Variazioni del capitale circolante netto.

Il WACC è calcolato come media ponderata del costo del capitale proprio e dell'indebitamento. Il costo del capitale proprio è il rendimento che chi investe nel capitale di rischio (equity) di una società si aspetta di realizzare in funzione del rischio insito nell'attività della società target. La formula che esprime il calcolo del costo del capitale (Ke) è la seguente:

$$Ke = Rf + \beta \cdot (Rm - Rf)$$

Dove:

Ke = Costo del capitale proprio;

Rf = Tasso risk-free;

Rm - Rf = Premio per il rischio di mercato;

β = Correlazione dell'azienda rispetto al mercato in funzione della struttura finanziaria.

La formula, derivata dal modello di stima CAPM, assume, dunque, che il costo del capitale sia funzione di tre componenti:

- la componente c.d. risk-free (senza rischio): tale componente è ipoteticamente assimilata al rendimento offerto da un titolo senza rischio di controparte e quindi associabile ad un asset sintetico con deviazione standard prossima allo zero. Tale tasso, nelle applicazioni pratiche, viene derivato da quello dei titoli di debito governativo o sovereign, in quanto caratterizzati da assenza di rischio di default (in alcuni casi) e da assenza di incertezza nel tasso di reinvestimento dei flussi intermedi (in quanto assenti nel caso dei zero coupon bond);

- una componente di premio per il rischio di mercato: tale componente è desunta dal differenziale di rendimenti medio (spread) tra il tasso risk-free e l'andamento del mercato azionario di riferimento, rilevate in un ampio arco temporale. Riflette il grado di avversione al rischio degli investitori, misurando il rendimento addizionale richiesto da un investitore per spostare il proprio denaro da un investimento privo di rischio a uno rischioso (come quello in azioni);

- una componente beta per la misura del rischio sistematico: il coefficiente beta misura il rischio relativo di un'impresa rispetto all'indice di mercato. Più l'andamento dell'attività da essa svolta è sensibile all'andamento generale del mercato, maggiore sarà il beta.

Il terminal value (TV), è pari al valore residuo delle attività al termine del periodo considerato per la stima dei flussi di cassa.

Il valore così determinato può essere infine integrato, qualora ne ricorrano le condizioni, con il valore di eventuali altri asset posseduti e non valorizzati con la metodologia del Discounted Cash Flow (cd. *surplus asset*) in quanto non "operativi" al momento della valutazione.

Metodo delle Quotazioni di Mercato

L'analisi dei prezzi di mercato permette di identificare il valore economico di una società con il valore attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono negoziate.

La metodologia consiste nel valutare le azioni della società sulla base del prezzo di mercato a una certa data oppure della media del prezzo delle azioni, registrata sul mercato azionario dove le azioni sono negoziate, nel corso di un determinato intervallo di tempo.

In particolare, la scelta dell'intervallo di tempo sul quale calcolare la media dei prezzi deve raggiungere un equilibrio tra la mitigazione di eventuali volatilità di breve periodo (sarebbe preferibile un orizzonte temporale più lungo) e la necessità di riflettere le più recenti condizioni di mercato e situazione della società da valutare (solo i prezzi recenti dovrebbero essere presi in considerazione).

4.5. Difficoltà di valutazione incontrate dal CdA di AdF

Tra i limiti e le difficoltà di valutazione occorre segnalare i seguenti aspetti:

- le ipotesi poste alla base dei business plan potrebbero, anche in relazione alla variabilità dei futuri scenari macroeconomici, presentare significativi scostamenti dalle previsioni, con conseguenti impatti sui risultati delle valutazioni;

- i dati utilizzati per la valutazione presentano per loro natura profili di incertezza. Variazioni dei dati utilizzati potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni;

- le Società partecipanti alla Fusione operano in un settore profondamente regolamentato. Eventuali variazioni del quadro normativo di riferimento potrebbero avere un impatto non irrilevante nei risultati delle valutazioni;

- i progetti di sviluppo inclusi nei business plan di AdF e SAT prevedono specifiche assunzioni nelle tempistiche di realizzazione, negli esborsi previsti e sulle attese di redditività che, per loro natura, potrebbero cambiare, determinando un impatto, anche significativo, sulla valutazione.

4.6. Risultati emersi dalla valutazione effettuata dal CdA di AdF

4.6.1. Applicazione delle metodologie di valutazione principali

AdF

Nell'applicazione della metodologia di valutazione principale del DCF, il valore di AdF è stato determinato dagli Amministratori scontando i flussi di cassa operativi "unlevered". Per la determinazione di tali flussi dal 2015 al 2028 si è utilizzato il business plan di AdF, mentre per gli anni successivi fino al termine della concessione, si è proceduto ad una stima degli stessi tramite l'applicazione di tassi di crescita ritenuti congrui. Considerata la natura su concessione dell'attività di AdF, e data la disponibilità di flussi di cassa stimati puntualmente fino al termine del periodo di concessione, non è stato considerato alcun terminal value oltre il periodo concessorio. I flussi sono stati attualizzati a un costo medio del capitale (WACC) che è stato calcolato puntualmente in ciascun anno in considerazione dell'evoluzione della struttura finanziaria di AdF negli anni futuri.

La tabella seguente mostra il valore per azione AdF, individuato attraverso la metodologia descritta:

(Valori in €)	
Valore per azione AdF	12,68

SAT

Nell'applicazione della metodologia di valutazione principale del DCF, il valore di SAT è stato determinato scontando i flussi di cassa operativi "unlevered". Per la determinazione di tali flussi dal 2015 al 2028 si è utilizzato il business plan di SAT, mentre per gli anni successivi fino al termine della concessione, si è proceduto ad una stima degli stessi tramite l'applicazione di tassi di crescita ritenuti congrui. Considerata la natura su concessione dell'attività di SAT, e data la disponibilità di flussi di cassa stimati puntualmente fino al termine del periodo di concessione, non è stato considerato alcun terminal value oltre il periodo concessorio. I flussi sono stati attualizzati ad un costo medio del capitale (WACC) che è stato calcolato puntualmente in ciascun anno in considerazione dell'evoluzione della struttura finanziaria di AdF negli anni futuri e data la necessità di omogeneità nei criteri adottati nelle valutazioni di AdF e SAT.

Partendo dal valore di SAT così stimato gli Amministratori di AdF hanno integrato la valutazione con altri *asset* posseduti dalla stessa società e non valorizzati con la metodologia del DCF (cd. *surplus asset*). A tal proposito si è tenuto conto di un'analisi di sensitività (c.d *sensitivity analysis*) basata su scenari alternativi di valorizzazione dei surplus asset, al fine di considerare l'impatto di queste determinanti sul valore del capitale economico.

La tabella seguente mostra il valore minimo e massimo per azione SAT, individuati dagli Amministratori di AdF attraverso la metodologia descritta:

(Valori in €)	Minimo	Massimo
Valore per azione SAT	12,62	13,28

La tabella seguente riassume l'intervallo di stima del Rapporto di Cambio individuato dagli Amministratori di AdF, secondo la metodologia DCF e secondo i criteri applicati di cui ai paragrafi precedenti, come quoziente tra il valore per azione ordinaria AdF ed il valore per azione ordinaria SAT con riferimento al minimo e al massimo dell'intervallo determinato in precedenza per quest'ultima:

(Valori in €)	Minimo	Massimo
Rapporto di Cambio	0,996	1,048

4.6.2. Applicazione delle metodologie di valutazione di controllo

Al fine di verificare l'accuratezza del Rapporti di cambio determinati con i criteri sopra menzionati, gli Amministratori di AdF hanno, infine, provveduto a effettuare un controllo mediante l'applicazione del metodo di seguito riportato.

Analisi delle Quotazioni di Mercato

Nell'applicazione di questo metodo valutativo si è scelto di calcolare la media dei prezzi su due diversi intervalli di tempo, al fine di raggiungere un equilibrio tra la mitigazione di eventuali volatilità di breve periodo e la necessità di riflettere le più recenti condizioni di mercato. Conseguentemente, questo metodo valutativo è stato applicato tenendo conto dei rapporti di cambio (azioni AdF ordinarie per azione SAT ordinaria) espressi dal mercato relativamente (i) alla media dei prezzi giornalieri rilevati negli ultimi 3 mesi e (ii) alla media dei prezzi giornalieri rilevati negli ultimi 6 mesi.

La tabella seguente riporta il valore per azione riscontrato nei periodi temporali sopra indicati:

(Valori in €)	Media aritmetica 3 mesi antecedente al 15 dicembre 2014	Media aritmetica 6 mesi antecedente al 15 dicembre 2014
Valore per azione AdF	13,25	12,74
Valore per azione SAT	13,05	12,95

La tabella seguente riassume l'intervallo di stima dei rapporti di cambio calcolati, secondo la metodologia di controllo:

(Valori in €)	Minimo	Massimo
Range di Rapporto di Cambio	0,98	1,02

4.6.3. Principali elementi non considerati nelle analisi valutative stand alone

Come da prassi di mercato per operazioni similari, a completamento delle analisi sopra menzionate, si è provveduto inoltre a considerare l'impatto sul Rapporto di Cambio derivante dalle potenziali sinergie, quali ad esempio:

- sinergie di mercato che, grazie ad un rafforzamento della brand-identity dei due scali, consentiranno di realizzare con maggiore forza gli obiettivi di sviluppo del traffico;

- sinergie finanziarie che consentiranno di ottenere una migliore struttura finanziaria complessiva e che, in considerazione della maggiore patrimonializzazione derivante dall'operazione di fusione, garantiranno inoltre un merito di credito più elevato;

- sinergie gestionali che, grazie alla condivisione delle best-practice sui processi operativi presenti nei due scali, consentiranno di raggiungere migliori livelli di performance e di qualità dei servizi.

4.6.4. Il Rapporto di Cambio

In data 19 dicembre 2014, il Consiglio di Amministrazione di SAT e di AdF, preso atto del motivato parere favorevole del Comitato Indipendenti all'uopo istituito ai sensi delle relative Procedure OPC, ha approvato il Rapporto di Cambio tra azioni ordinarie SAT e azioni ordinarie AdF in base ai quali si procederà alla assegnazione delle azioni della società incorporante di cui in appresso. In particolare, detto rapporto è stato determinato nella misura di numero 0,9687 azioni ordinarie della società incorporante, avente data di godimento identica a quella delle azioni ordinarie SAT in circolazione alla data di efficacia della Fusione, per ogni azione ordinaria della società incorporanda.

Successivamente alla determinazione del Rapporto di Cambio, il Consiglio di Amministrazione ha ricevuto da Grant Thornton Advisory S.r.l. una fairness opinon in merito alla congruità dal punto di vista finanziario del Rapporto di Cambio.

Non sono previsti conguagli in denaro.

Ai sensi dell'art. 2504-ter, secondo comma, del Codice Civile, non si farà luogo all'assegnazione di alcuna azione di SAT in concambio delle azioni ordinarie di AdF che SAT dovesse possedere alla data di stipula dell'atto di Fusione e che, in tal caso, saranno annullate senza concambio ai sensi dell'art. 2504-ter, comma 2, del Codice Civile.

5. Lavoro svolto

5.1. Lavoro svolto sulla "documentazione utilizzata", in precedenza menzionata al paragrafo 3

Abbiamo svolto una lettura critica delle Relazioni degli Amministratori, nonché delle bozze di lavoro già messe a nostra disposizione nelle settimane precedenti alla data di consegna delle Relazioni degli Amministratori nella versione finale.

Come indicato in precedenza, la relazione finanziaria semestrale 2014 approvata da SAT in data 29 agosto ai sensi dell'art. 2501-quater, comma 2, del Codice Civile, è stata oggetto di revisione contabile limitata da parte di D&T che, in data 29 agosto 2014, ha emesso la propria relazione con giudizio senza rilievi.

La relazione finanziaria semestrale 2014 approvata da AdF in data 29 luglio 2014, ai sensi dell'art. 2501-quater, comma 2, del Codice Civile, è stata oggetto di revisione contabile limitata da parte di BDO che, in data 30 luglio 2014, ha emesso la propria relazione con giudizio senza rilievi.

Abbiamo raccolto, attraverso discussioni con le Direzioni di SAT e AdF, informazioni circa gli eventi verificatisi dopo la data di chiusura delle Situazioni Patrimoniali che possano avere un effetto significativo sulla determinazione dei valori oggetto del presente esame. Secondo quanto confermatoci dalle Direzioni, alla data della presente relazione, non si sono verificati eventi o circostanze che richiedano una modifica del Rapporto di Cambio.

Abbiamo discusso con le Direzioni delle Società e con gli *Advisor* i criteri utilizzati per la redazione dei piani economico finanziari di SAT e AdF, fermo restando le incertezze ed i limiti connessi a ogni tipo di stato previsionale nonché gli scenari di sensitività prodotti sulla valutazione di SAT in merito ai *surplus asset*.

Relativamente alle informazioni finanziarie prospettiche di SAT e AdF abbiamo rilevato che queste sono state preparate per l'orizzonte temporale 2015-2028 e solo ai fini valutativi è stato considerato un TV a partire dal 2029 per un numero di anni residui alla durata della convenzione.

5.2. Lavoro svolto sui metodi utilizzati per la determinazione dei Rapporti di Cambio

Abbiamo svolto le seguenti procedure:

- discusso con le Direzioni delle Società e con gli Advisor degli approcci valutativi, delle metodologie adottate ed in generale del lavoro complessivamente svolto e delle risultanze dello stesso;
- verificato la completezza e l'uniformità dei procedimenti seguiti dagli Amministratori nella determinazione del Rapporto di Cambio;
- sviluppato analisi di sensitività nell'ambito dei metodi di valutazione adottati;
- verificato che i metodi di valutazione fossero applicati in modo uniforme;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati rispetto alle fonti di riferimento e con la "Documentazione utilizzata", descritta nel precedente paragrafo 3;
- verificato la correttezza matematica del calcolo degli intervalli di Rapporti di Cambio effettuato mediante l'applicazione dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori anche sulla base dell'indicazione degli Advisor.

6. *Commenti e precisazioni sull'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione dei Rapporti di Cambio*

Con riferimento al presente incarico riteniamo opportuno sottolineare che la finalità principale del procedimento decisionale degli Amministratori consiste in una stima dei valori economici relativi a SAT e AdF, effettuata attraverso l'applicazione di criteri omogenei ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio, stima pertanto non utilizzabile per finalità diverse.

Gli Amministratori, coerentemente con le finalità delle valutazioni eseguite, hanno privilegiato la scelta di metodologie idonee ad esprimere valori comparabili per le Società, ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Per tale finalità, peraltro, gli Amministratori hanno dato rilevanza al principio dell'omogeneità valutativa, richiesto nelle operazioni di fusione. Va peraltro rammentato che tale principio non implica necessariamente l'applicazione dei medesimi parametri di valutazione per le società oggetto di fusione. Tale circostanza ha indotto gli Amministratori ad utilizzare, in alcuni casi, parametri di valutazione differenti in relazione alle due Società, tali da consentire di apprezzarne adeguatamente le rispettive specificità.

Si ritiene opportuno ribadire che la finalità del procedimento valutativo degli Amministratori è quella di determinare i rapporti di cambio basati sui valori relativi delle singole società oggetto della Fusione, attraverso l'applicazione di metodi omogenei. Tali valori non possono pertanto essere utilizzati per finalità diverse.

Gli Amministratori hanno fissato in modo puntale il Rapporto di Cambio da sottoporre all'approvazione delle rispettive Assemblee degli Azionisti, individuandolo all'interno di range. La determinazione finale degli Amministratori si è posizionata, anche tenuto conto delle dinamiche negoziali intervenute tra le parti, al livello di numero 0,9687 azioni ordinarie SAT per ogni azione ordinaria AdF.

I Consigli di Amministrazione si sono avvalsi, per la determinazione del Rapporto di Cambio, di propri Advisor, che hanno emesso i rispettivi documenti riepilogati nel paragrafo 3.

Le Relazioni predisposte dagli Amministratori di SAT e AdF per illustrare l'operazione di Fusione descrivono le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche dagli stessi effettuate, con il supporto dei rispettivi *Advisor*, ed il processo logico seguito ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio.

Al riguardo esprimiamo di seguito le nostre considerazioni sull'adeguatezza, in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori di SAT e AdF per la determinazione del Rapporto di Cambio, nonché sulla loro corretta applicazione:

- l'approccio metodologico complessivamente adottato dagli Amministratori risulta in linea con la prassi valutativa e la tecnica professionale prevalente. La valutazione del capitale economico

di SAT e di AdF è stata effettuata dai Consigli di Amministrazione per le finalità specifiche dell'operazione in esame, utilizzando metodi comunemente accettati e largamente condivisi dalla prassi professionale;

- nell'applicazione delle metodologie valutative prescelte, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuna di esse, sulla base della tecnica valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita;

- le Società sono state valutate ricorrendo a due metodi, uno principale (DCF) e uno di controllo (metodo dei prezzi di borsa), secondo un approccio ampiamente condiviso nella prassi. L'adozione da parte degli Amministratori di tali metodologie ha consentito loro di individuare un rapporto di cambio, confermato anche dalle *fairness opinion* rilasciate dagli Advisor. L'approccio appare ragionevole ed è riscontrabile nella prassi valutativa;

- le metodologie di tipo finanziario e di mercato cui gli Amministratori hanno fatto ricorso risultano, ad oggi, quelle più diffusamente applicate, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali;

- le valutazioni di SAT e AdF sono state effettuate dagli Amministratori in un'ottica *stand alone*, ossia prescindendo da ogni considerazione concernente le possibili sinergie derivanti dalla prospettata integrazione delle attività operative delle società. Tali sinergie, pur essendo suscettibili di generare valore incrementale, non influenzano la definizione del valore relativo delle società ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio. Tale scelta risulta ragionevole ed appare in linea con l'orientamento consolidato della migliore dottrina aziendalistica e con la prassi costante di tale tipologia di operazioni;

- il metodo DCF nella sua versione unlevered risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi di cassa prospettici, riconosciuti dalla migliore dottrina. A tale proposito, nelle Relazioni di entrambi i Consigli di Amministrazione viene descritto il procedimento valutativo svolto dagli Amministratori con il supporto degli *Advisor* e le motivazioni sottostanti le scelte effettuate per l'individuazione dei differenti parametri. Le scelte effettuate dagli Amministratori al riguardo risultano, nelle circostanze, adeguatamente motivate e ragionevoli;

- nelle rispettive applicazioni i Consigli di Amministrazione delle Società hanno inoltre svolto analisi di sensitività sulla valorizzazione dei *surplus asset* di SAT e sulla determinazione dei tassi di attualizzazione;

- il riferimento alla metodologia di Borsa individuato dagli Amministratori di SAT e di AdF come metodo di controllo, è comunemente accettato ed utilizzato sia a livello nazionale che internazionale ed è in linea con il costante comportamento della prassi professionale, trattandosi di società con azioni quotate in mercati regolamentati. In effetti le quotazioni di Borsa rappresentano un parametro imprescindibile per la valutazione di società quotate.

Le quotazioni di borsa esprimono infatti, di regola, in un mercato efficiente, il valore attribuito dal mercato alle azioni oggetto di trattazione e conseguentemente forniscono indicazioni rilevanti in merito al valore della società cui le azioni si riferiscono, in quanto riflettono le informazioni a disposizione degli analisti e degli investitori, nonché le aspettative degli stessi circa l'andamento economico e finanziario della società. Nell'applicazione nel caso di specie del metodo di borsa sono stati utilizzati dagli Amministratori delle due società valori rilevati sugli stessi intervalli temporali (3 mesi e 6 mesi da inizio dicembre). Gli Amministratori di SAT hanno utilizzato una media ponderata per i volumi mentre gli Amministratori di AdF hanno utilizzato una media aritmetica;

- gli Amministratori di SAT riferiscono espressamente di non avere preso in considerazione, nell'ambito del loro processo valutativo, le metodologie basate sui multipli di borsa o derivanti da transazioni comparabili, in quanto la comparabilità insita nelle Società partecipanti alla Fusione risulta inficiata da differenze collegate anche alla durata e alle caratteristiche delle concessioni in essere. Gli Amministratori di AdF non hanno preso in considerazione le metodologie basate sui multipli di borsa o derivanti da transazioni comparabili in quanto la comparabilità insita nelle società oggetto di transazione risultata inficiata da differenze connesse principalmente alle dimensioni societarie, ai contesti regolatori, alla durata e alle caratteristiche delle concessioni.

7. *Limiti specifici incontrati dal revisore ed eventuali altri aspetti di rilievo emersi nell'espletamento del presente incarico*

i) In merito alle difficoltà ed ai limiti incontrati nello svolgimento del nostro incarico, si richiama l'attenzione su quanto segue:

- le valutazioni effettuate dai Consigli di Amministrazione attraverso l'applicazione della metodologia DCF si fondano su previsioni economico-patrimoniali desunte dai piani industriali delle società coinvolte. Deve essere sottolineato che i dati prospettici e le ipotesi utilizzate dagli Amministratori ai fini della loro elaborazione, per loro natura, contengono elementi di incertezza e sono soggetti a variazioni, anche significative, in caso di cambiamenti del contesto di mercato e dello scenario macroeconomico. Va inoltre tenuto presente che, a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento, sia per quanto riguarda la misura e la tempistica della sua manifestazione, lo scostamento fra i valori consuntivi ed i dati previsionali potrebbe essere significativo, anche qualora si manifestassero effettivamente gli eventi previsti nell'ambito delle assunzioni utilizzate;

- le valutazioni basate su metodi che utilizzano variabili e parametri di mercato, come il metodo delle quotazioni di borsa e dei prezzi obiettivo espressi dagli analisti, sono soggette all'andamento proprio dei mercati finanziari. L'andamento dei mercati finanziari, sia italiani che internazionali, ha evidenziato una tendenza a presentare oscillazioni rilevanti nel corso del tempo soprattutto in relazione all'incertezza del quadro economico generale.

Ad influenzare l'andamento dei titoli possono anche intervenire pressioni speculative in un senso o nell'altro, del tutto slegate dalle prospettive economiche e finanziarie delle singole società. L'applicazione dei metodi di mercato può individuare, pertanto, valori tra loro differenti, in misura più o meno significativa, a seconda del momento in cui si effettui la valutazione;

- la crisi finanziaria internazionale in atto ha manifestato e continua a manifestare impatti significativi sullo scenario macroeconomico e sul sistema finanziario in particolare. Considerate le caratteristiche delle metodologie valutative sviluppate dai Consigli di Amministrazione ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio non si può escludere che il perdurare della crisi e la sua evoluzione ad oggi non prevedibile, possano avere un impatto, anche significativo, sui valori economici determinati ai fini dell'operazione.

ii) Si richiama inoltre l'attenzione sui seguenti aspetti di rilievo:

- il perfezionamento dell'operazione di Fusione è subordinato - oltre che all'approvazione della stessa da parte delle assemblee straordinarie di SAT e AdF - al verificarsi delle seguenti condizioni:

  a. rilascio dell'Autorizzazione ENAC. In data 16 dicembre 2014 ENAC ha informato con una nota le Società partecipanti alla Fusione che non si ravvedono elementi ostativi al passaggio delle rispettive convenzioni di gestione totale alla società risultante dalla Fusione. Alla data della presente relazione, tuttavia, l'Autorizzazione ENAC non è stata ancora rilasciata;

  b. mancato intervento, entro la data di stipula dell'atto di Fusione, di atti o provvedimenti da parte di autorità giudiziarie o amministrative che incidano, in tutto, o anche in parte - purché, in tale ultimo caso, in misura rilevante e comunque tale da alterare il profilo di rischio o le valutazioni poste a base della determinazione del Rapporto di Cambio - sulla validità e/o efficacia della Concessione e della Convenzione SAT nonché della Concessione e della Convenzione AdF.

  Fermo quanto sopra, la stipula dell'atto di Fusione è prevista entro il primo semestre del 2015.

- secondo quanto riferito dagli Amministratori di SAT e di AdF, dette società sono soggette a comune controllo e in ragione della significatività della Fusione, la stessa costituisce un'operazione tra parti correlate di "maggiore rilevanza" ai sensi del regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, adottato dalla CONSOB con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, e della procedura approvata dai rispettivi Consigli di Amministrazione di SAT e di AdF.

- il CdA di SAT rileva che le valutazioni non tengono conto di eventuali accadimenti successivi alla data di riferimento delle analisi. Tuttavia il management di SAT ci ha attestato, tra l'altro, che, per quanto a sua conoscenza, alla data della presente relazione non sono intervenute

variazioni rilevanti, fatti né circostanze che abbiano un impatto significativo sulle valutazioni dallo stesso effettuate e tali da modificare la sua determinazione del Rapporto di Cambio.

iii) Si segnala, inoltre, che il Rapporto di Cambio è stato determinato dagli Amministratori di SAT e di AdF sulla base delle seguenti assunzioni, che pertanto costituiscono presupposto anche del presente parere:

- alla data del Progetto di fusione SAT possiede n. 128.599 azioni di AdF, pari all'1,42% del capitale sociale. Ai sensi dell'art. 2504-ter, secondo comma, del Codice Civile, non si farà luogo all'assegnazione di alcuna azione di SAT in concambio delle azioni ordinarie di AdF che SAT dovesse possedere alla data di stipula dell'atto di fusione e che, in tal caso, saranno annullate senza concambio ai sensi dell'art. 2504-ter, comma 2, del Codice Civile;

- nel contesto della Fusione, AdF procederà ad annullare senza concambio tutte le azioni proprie eventualmente detenute alla data di perfezionamento della Fusione.

8. Conclusioni

Sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra indicate, tenuto conto della natura e portata del nostro lavoro come illustrate nella presente relazione, nonché di quanto indicato nel precedente paragrafo 7 e in particolare dei presupposti di cui al punto iii), riteniamo che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori delle Società, con l'assistenza dei rispettivi *Advisor*, siano adeguati in quanto, nelle circostanze, ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del Rapporto di Cambio pari a numero 0,9687 azioni ordinarie di SAT per ogni azione ordinaria di AdF.

Firenze, 22 dicembre 2014

PricewaterhouseCoopers SpA

Luigi Necci
(Revisore legale)