



Grant Thornton

An instinct for growth™

Spett.le
Aeroporto di Firenze S.p.A.
Via del Termine, 11
50127 Firenze
Alla c.a. del Comitato degli Indipendenti

Milano, 15 dicembre 2014

Oggetto:

Fusione per incorporazione di Aeroporto di Firenze S.p.A. nella Società Aeroporto Toscana Galileo Galilei S.p.A. - Determinazione del Rapporto di Cambio per il Comitato degli Indipendenti di Aeroporto di Firenze S.p.A.

Egregi Signori,

La Società Aeroporto di Firenze S.p.A. (“**A.d.F.**” o la “**Società**”) nell’ambito del progetto di aggregazione con Società Aeroporto Toscano Galileo Galilei S.p.A. (“**S.A.T.**”) che prevede la fusione per incorporazione di A.d.F. in S.A.T., ritenendo opportuna la nomina di un esperto indipendente che rilasci un proprio parere sull’operazione medesima, ha conferito a Grant Thornton Advisory S.r.l. (“**GTA**”) un incarico di fornitura di servizi di *Financial Advisor* finalizzato all’emissione di una *fairness opinion* relativa alla congruità del rapporto di cambio ad esclusivo beneficio del Consiglio degli Indipendenti e del Consiglio di Amministrazione della Società nell’ambito della redazione del progetto di fusione.

Grant Thornton Advisory

Sede Legale: Piazza Filippo Meda n.3 - 20121 Milano - Iscrizione al registro delle imprese di Milano Codice Fiscale e P.IVA n.08602830963 - R.E.A. 2036430
Capitale Sociale: € 100.000,00 interamente versato
Uffici: Bologna-Milano-Padova-Roma

Grant Thornton refers to the brand under which the Grant Thornton member firms and network firms provide assurance, tax and advisory services to their clients and/or refers to one or more member firms, as the context requires. **Grant Thornton Advisory S.r.l.** is a joint venture of Ria Grant Thornton spa and Bernoni & Partners who are respectively member firms of Grant Thornton International Ltd (GTIL). GTIL and the member firms are not a worldwide partnership. Services are delivered independently by the member firms.

La presente Relazione, successivamente denominato anche documento (la “**Relazione**”) è stata redatta a esclusivo beneficio del Comitato degli Indipendenti della Società, con la possibilità di essere messa a disposizione del Consiglio di Amministrazione su richiesta di quest’ultimo. La presente Relazione, pertanto, non potrà essere pubblicata o divulgata, in tutto o in parte, a terzi e/o utilizzata per scopi diversi da quelli indicati nella Relazione stessa e nella lettera di Invito e Disciplinare di Selezione, salvo preventiva autorizzazione scritta di Grant Thornton Advisory ovvero richieste specifiche di Autorità competenti e/o previsioni normative.

Per l’espletamento dell’incarico, GTA si è avvalsa: (i) delle informazioni fornite dal *management* e dalla Società che descrivono i termini dell’operazione e l’ambito operativo; (ii) della documentazione di supporto fornita dalla Società e dai suoi consulenti, così come dettagliata nel successivo paragrafo n.3; (iii) della documentazione di supporto fornita da S.A.T. e dai suoi consulenti, così come dettagliata nel successivo paragrafo n.3; (iv) di incontri svolti con i consulenti.

Con riferimento alle limitazioni si fa presente quanto segue:

- (i) sulla veridicità, completezza ed accuratezza dei documenti, dati e informazioni forniti (**Informazioni**) senza effettuare né direttamente né indirettamente alcuna verifica autonoma, accertamento e/o analisi indipendente. GTA non si assume pertanto alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate per l’elaborazione e la stesura del presente documento;
- (ii) i dati previsionali sono, per loro natura, caratterizzati da incertezza e aleatorietà. GTA ha confidato sul fatto che i dati previsionali siano stati predisposti dalla Società e da S.A.T. e dai loro consulenti sulla base di assunzioni ragionevoli e che gli stessi riflettano il giudizio più accurato possibile del *management* della Società e di S.A.T. circa il futuro sviluppo delle attività. In ogni caso con la presente Relazione GTA non esprime alcun giudizio circa il valore economico e/o il prezzo di mercato che la Società e S.A.T. potrebbero avere in futuro né nulla di quanto indicato nella Relazione può o potrà essere considerato una garanzia o un’indicazione dei risultati economici, patrimoniali e finanziari prospettici della Società e di S.A.T.;
- (iii) l’utilizzo dei dati fondati sull’osservazione dei fenomeni di mercato si basano sul presupposto che si riferiscano a società c.d. *comparables* operanti nel medesimo settore delle società oggetto della presente analisi. È ovvio che ciascuna società presenta proprie peculiarità che comportano una comparabilità limitata.

Sulle principali difficoltà valutative si evidenzia:

- (i) le ipotesi e le assunzioni 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;
- (ii) i dati utilizzati per la valutazione presentano per loro natura profili di incertezza. Modifiche dei dati utilizzati potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni;
- (iii) le società operano in un settore ad alto tasso di normativa. Eventuali variazioni del quadro normativo avrebbero un impatto rilevante nei risultati delle valutazioni;
- (iv) i progetti di sviluppo inclusi nei business plan di AdF e SAT prevedono specifiche assunzioni nelle tempistiche di realizzazione, negli investimenti e sui ritorni economici attesi. Come tutti i valori e le decisioni future potrebbero cambiare determinando un impatto, anche significativo, sulla valutazione.

La Relazione è necessariamente riferita, stante i criteri di valutazione utilizzati, alle attuali condizioni economiche e di mercato. A tal proposito, è inteso che successivi sviluppi tanto nelle condizioni di mercato, quanto nelle altre Informazioni messe a disposizione, potrebbero avere un effetto anche significativo sulle conclusioni della presente Relazione.

Le conclusioni esposte nella Relazione sono basate sul complesso delle valutazioni ivi contenute e, pertanto, nessuna parte della Relazione potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto alla Relazione nella sua interezza. Inoltre, in nessun caso le valutazioni riportate sono da considerarsi in un contesto diverso da quello in esame. GTA non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio delle informazioni contenute nella Relazione.

Si sottolinea, inoltre, come ciascuna delle metodologie di valutazione prescelte per l'elaborazione della Relazione, pur rappresentando metodologie riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa sia italiana sia internazionale, presenta comunque delle limitazioni intrinseche.

La Relazione contiene assunzioni e stime considerate ragionevoli da GTA anche con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base delle Informazioni fornite.

La documentazione richiesta e prodotta dalla Società, utilizzata per l'esecuzione dell'incarico, è, in estrema sintesi, la seguente:

- le situazioni patrimoniali delle Società Partecipanti alla Fusione;
- il comunicato stampa congiunto di A.d.F. e S.A.T. del 16 ottobre 2014;
- i bilanci di A.d.F. e S.A.T. per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2013;

- le relazioni finanziarie semestrali al 30 giugno 2014 di A.d.F. e S.A.T. con relazione delle società di revisione concernente la revisione limitata delle stesse;
- il business plan di A.d.F. redatto da KPMG a supporto della Società in data 28 novembre 2014;
- il business plan di S.A.T. redatto da KPMG a supporto della Società in data 28 novembre 2014.

L'operazione oggetto della Relazione consiste nella fusione per incorporazione di A.d.F. in S.A.T., operazione che, in base alle informazioni sostenute dal management, racchiude un progetto strategico di aggregazione industriale nel settore aeroportuale comunicato al mercato in data 16 ottobre 2014. L'obiettivo dell'operazione è quello di costituire il Sistema Aeroportuale Toscano “*best in class*” e di divenire uno dei principali poli aeroportuali italiani, dopo Roma e Milano, attraverso lo sviluppo degli aeroporti di Firenze e Pisa.

A.d.F. e S.A.T. sono soggette al comune controllo di Corporacion America Italia S.r.l. che con il 53,039 % esercita il controllo di diritto di S.A.T. e, con il 48,983 % è in grado di esercitare il controllo di fatto su A.d.F. in virtù del patto parasociale sottoscritto con SO.G.IM. S.p.A. e comunicato al mercato ai sensi dell'articolo 122 del Testo Unico.

Le Società Partecipanti alla fusione essendo soggette a comune controllo, sono tra loro parti correlate e dunque la fusione si configura come un'operazione tra parti correlate. Inoltre l'operazione si qualifica, per la sua dimensione e significatività, come operazione tra parti correlate di “maggiore rilevanza” ai sensi del Regolamento Parti Correlate e delle Procedura Parti Correlate di S.A.T. e A.d.F.

La fusione si realizzerà tramite l'incorporazione di A.d.F. in S.A.T. la quale, per l'effetto, modificherà la propria denominazione in “Toscana Aeroporti S.p.A.”

Per la determinazione del rapporto di cambio si rende necessario procedere alla valutazione economica del (i) patrimonio economico dell'incorporanda A.d.F. e (ii) del patrimonio economico della incorporante S.A.T.

Si tratta quindi di rapportare i valori economici delle società coinvolte nella fusione. La logica delle valutazioni di fusione è quella di pervenire alla determinazione del rapporto di cambio, quindi, della quantità e della configurabilità delle azioni che saranno emesse dalla incorporante in cambio dell'apporto dell'incorporanda.

In questo contesto le valutazioni economiche dei patrimoni interessati sono predisposte allo scopo di determinare il rapporto di cambio e non devono intendersi come valore assoluto e non possono essere utilizzate per scopi diversi (quali, a solo titolo esemplificativo, quello di determinare un valore di cessione).

L'obiettivo delle valutazioni di fusione, infatti, non è tanto quello di individuare il livello assoluto dei valori attribuiti ai capitali delle singole aziende quanto quello della “raffrontabilità” dei valori che vengono paragonati ai fini della determinazione del rapporto di cambio.

Tale principio di relatività delle valutazioni di fusione si basa sul concetto di “omogeneità” dei criteri valutativi da adottare fra i patrimoni delle entità interessate alla fusione. Assume, in altri termini, decisiva rilevanza il fatto che i patrimoni economici dell'incorporante e della incorporanda vengano valutati in modo “omogeneo” per consentire la loro “raffrontabilità” e quindi la corretta determinazione del rapporto di cambio.

L'approccio metodologico principale adottato al fine della determinazione del valore del capitale economico di A.d.F. e S.A.T., coerentemente con la prassi prevalente in ambito internazionale, è quello del *Discounted Cash Flow* (DCF).

Il metodo DCF è stato scelto come principale, in quanto, individua nei flussi di cassa il fattore determinante del valore aziendale, superando i limiti connessi ai risultati contabili. Laddove i flussi di cassa sono determinabili con ragionevole attendibilità, consente di stimare il valore di una società con un maggiore grado di correttezza rispetto ad altri criteri valutativi.

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. La determinazione dell'entità dei flussi è di primaria importanza nell'applicazione del metodo e così, analogamente, la coerenza dei tassi di attualizzazione adottati.

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 valore terminale (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 le remunerazioni finanziarie (dividendi e interessi e le variazioni di indebitamento netto). Essi vengono determinati per un periodo limitato, definito di previsione esplicita ed al netto delle imposte.

Il costo medio ponderato del capitale (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 dell'azienda target.

Infine il valore trovato può essere 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.

Il metodo di controllo: le quotazioni di Borsa

Ai fini della stima del valore del capitale economico di A.d.F. e S.A.T., il metodo delle quotazioni di Borsa è stato utilizzato in qualità di metodologia di controllo del metodo principale DCF.

Il metodo delle quotazioni di borsa consiste nel riconoscere ad una società un valore pari a quello attribuitole dal mercato borsistico nel quale le azioni della società sono trattate.

Secondo tale metodo, i corsi dei titoli azionari di società quotate rappresentano la stima più affidabile del valore di una società, in quanto incorporano tutte le informazioni pubbliche relative alla società stessa. I corsi dei titoli azionari sono, infatti, il risultato di un sistematico processo di arbitraggio degli operatori di mercato che riflette la loro opinione riguardo ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica della società oggetto di valutazione.

Non sono state 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.

Rapporto di cambio –metodologia principale

Per la determinazione dei flussi di A.d.F. e S.A.T. dal 2015 al 2028 si è utilizzato il Business Plan delle Società, mentre per gli anni successivi fino al termine della concessione, si è proceduto ad una stima degli stessi tramite opportuni tassi di crescita. Inoltre, al fine di effettuare una sensitivity analysis si sono considerati per S.A.T. scenari con surplus asset non operativi al valore di libro ovvero senza considerare surplus asset.

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

Valore per azione AdF	12,68
-----------------------	-------

La tabella seguente mostra il valore per azione SAT, individuato attraverso la metodologia descritta ed applicando una *sensitivity analysis* :

	Minimo	Massimo
Valore per azione SAT	12,62	13,28

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

	Minimo	Massimo
Rapporto di cambio	1,00	1,05

Rapporto di cambio –metodologia di controllo

Il metodo valutativo delle Quotazioni di Borsa è stato applicato tenendo conto delle quotazioni espresse dal mercato relativamente (i) alla media aritmetica dei prezzi giornalieri rilevati negli ultimi 3 mesi (ii) alla media aritmetica dei prezzi giornalieri rilevati negli ultimi 6 mesi.

La tabella seguente riassume l'intervallo di stima dei valori per azione, secondo la metodologia di controllo:

	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:

	Minimo	Massimo
Rapporto di cambio	0,98	1,02

Al termine del processo valutativo oggetto nell'incarico ricevuto, sulla base delle informazioni a disposizione e dei metodi utilizzati, richiamate le difficoltà valutative e le limitazioni incontrate è opinione della scrivente che il rapporto di cambio per la fusione per incorporazione di A.d.F. in S.A.T. rientri in un range compreso tra 1,00 e 1,05 specificando che i valori contenuti in questo range sono da ritenersi congrui.

Grant Thornton Advisory S.r.l.

(Dr. Stefano Emilio Salvadeo)
