



Grant Thornton

An instinct for growth™

Grant Thornton Advisory S.r.l.

Piazza Filippo Meda 3
20121 Milano
Italy

T +39 (0) 2 49 58 19 69

F +39 (0) 2 33 104 195

E grantthornton-advisory@advisory.it

Spett.le

Aeroporto di Firenze S.p.A.

Via del Termine, 11

50127 Firenze

Alla c.a. del Comitato degli Indipendenti e del Consiglio di Amministrazione

Milano, 19 dicembre 2014

Oggetto: **Fusione per incorporazione di Aeroporto di Firenze S.p.A. nella Società
Aeroporto Toscana Galileo Galilei S.p.A. - *Fairness Opinion* sulla Congruità
del Rapporto di Cambio**

Gentili Signori,

la Società Aeroporto di Firenze S.p.A. (“**A.d.F.**” o la “**Società**”) nell’ambito di un progetto di aggregazione tra la Società e l’Aeroporto Toscano Galileo Galilei S.p.A. (“**S.A.T.**”) mediante la fusione per incorporazione della Società in S.A.T. (“Fusione”), ha conferito a Grant Thornton Advisory S.r.l. (“**GTA**”) un incarico di servizi (“**Incarico**”), finalizzato, tra l’altro, all’emissione di una *fairness opinion* (“**Parere**”) con riferimento alla congruità del rapporto di cambio indicato nel progetto di fusione.

Il Parere è stato redatto a beneficio del Comitato degli Indipendenti della Società con la possibilità di essere messo a disposizione del Consiglio di Amministrazione su richiesta di quest’ultimo. Il presente Parere, pertanto, non potrà essere utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nel Parere stesso salvo preventiva autorizzazione scritta di GTA ovvero richieste specifiche di Autorità Competenti.

Il Parere è necessariamente riferito, stante i criteri di valutazione utilizzati, alle attuali condizioni economiche e di mercato. A tal proposito, è inteso che successivi sviluppi, tanto

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

An instinct for growth™

nelle condizioni di mercato quanto nelle altre informazioni messe a disposizione potrebbero avere un effetto anche significativo sulle conclusioni del presente Parere.

Il Parere non dovrà intendersi in alcuna circostanza come una raccomandazione ai membri del Consiglio di Amministrazione di A.d.F., agli azionisti di A.d.F. o a qualsiasi altra parte, ad approvare o rifiutare l'operazione di fusione, in tutto o in parte. La valutazione se approvare o rifiutare l'operazione di fusione, dovrà considerare informazioni e criteri (commerciali, industriali, strategici sociali, ecc.) diversi e ulteriori rispetto a quanto menzionato nel presente Parere.

Le conclusioni espone nel Parere sono basate sul complesso delle valutazioni ivi contenute e, pertanto, nessuna parte del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al Parere nella sua interezza. In nessun caso le valutazioni riportate sono utilizzabili 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 nel Parere.

Si sottolinea, inoltre, come ciascuna delle metodologie di valutazione prescelte per l'elaborazione del Parere, pur rappresentando metodologie riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa sia italiana sia internazionale, presenta comunque delle limitazioni intrinseche. Il Parere contiene assunzioni e stime considerate ragionevoli da GTA con riferimento alla prassi italiana e internazionale e determinate sulla base delle Informazioni fornite.

Informazioni

GTA ha confidato: (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 Parere; (ii) sul fatto che i dati previsionali siano stati predisposti da A.d.F. 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 di A.d.F. e di S.A.T. circa il futuro sviluppo delle attività. In ogni caso con il presente Parere GTA non esprime alcun giudizio circa il valore economico e/o il prezzo di mercato che A.d.F. e S.A.T. potrebbero avere in futuro né nulla di quanto indicato nel Parere può o potrà essere considerato una garanzia o un'indicazione dei risultati economici, patrimoniali e finanziari prospettici di A.d.F. e di S.A.T.

Per l'espletamento dell'incarico, GTA si è avvalsa: (i) delle informazioni fornite dal management e dai consulenti di A.d.F. e di S.A.T. che hanno descritto i termini dell'operazione e l'ambito operativo; (ii) della documentazione di supporto fornita dalla Società e dai suoi consulenti; (iii) della documentazione di supporto fornita da S.A.T. e dai suoi consulenti.

In particolare, la documentazione richiesta e prodotta da A.d.F., da S.A.T. e dai loro consulenti, utilizzata per l'esecuzione dell'incarico, in estrema sintesi ha riguardato:

- situazioni patrimoniali delle Società Partecipanti alla Fusione di cui all'articolo 2501-quater;



Grant Thornton

An instinct for growth™

- 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;
- relazioni finanziarie semestrali al 30 giugno 2014 di A.d.F. e S.A.T. con relazione delle società di revisione avente ad oggetto la revisione limitata delle stesse;
- il *business plan* di A.d.F. fornito dalla Società in data 28 novembre 2014;
- il *business plan* di S.A.T. fornito dalla stessa in data 28 novembre 2014.

L'operazione

L'operazione oggetto del presente Parere 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 % del capitale sociale esercita il controllo di diritto di S.A.T. e, con il 48,983 % del capitale sociale 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, in quanto soggette a comune controllo, sono tra loro parti correlate e conseguentemente la fusione si configura come un'operazione tra parti correlate. Considerate le dimensioni e la significatività, l'operazione si qualifica come operazione tra parti correlate di “maggiore rilevanza” ai sensi del Regolamento Parti Correlate e delle Procedure Parti Correlate di S.A.T. e A.d.F..

Metodologie di Valutazione

Per la determinazione del rapporto di cambio si è reso necessario procedere alla valutazione economica del patrimonio economico dell'incorporanda A.d.F. e del patrimonio economico della incorporante S.A.T.

L'obiettivo finale delle valutazioni è quello di addivenire, non tanto alla determinazione del capitale economico di ognuna di esse, quanto piuttosto a valori omogenei e confrontabili ai fini della determinazione dei rapporti di cambio.

Inoltre, in questo contesto, le valutazioni economiche dei patrimoni interessati sono state predisposte al solo scopo di determinare un intervallo di valori relativi ritenuti ragionevoli ai fini dell'operazione di fusione. In nessun caso le valutazioni riportate nel Parere, ovvero in altri documenti forniti da GTA, sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato, pre o post operazione, o di valore economico delle Società in un contesto diverso da quello in esame.

Tenendo conto delle caratteristiche specifiche di A.d.F. e S.A.T., della tipologia di operatività e del mercato di riferimento in cui le stesse operano, nonché della prassi valutativa in linea con



gli standard internazionali, le metodologie individuate per l'elaborazione del Parere sono le seguenti:

- la metodologia del Discounted Cash Flow ("DCF"). Tale approccio individua nei flussi di cassa il fattore determinante del valore aziendale. Laddove i flussi di cassa sono determinabili con ragionevolezza, il DCF consente di stimare il valore di una società con un maggiore grado di affidabilità rispetto ad altri criteri valutativi. In particolare, 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 ("WACC"). La determinazione dell'entità dei flussi è di primaria importanza nell'applicazione del metodo e così, analogamente, la coerenza dei tassi di attualizzazione adottati;
- il metodo dell'andamento delle Quotazioni di Mercato, si fonda sull'assunto che i corsi dei titoli azionari di società quotate rappresentano una ragionevole stima del valore della società oggetto di valutazione, quantomeno in uno stabile scenario di riferimento ed in un mercato efficiente incorporando nel loro valore tutte le informazioni pubbliche relative alla società stessa. I corsi dei titoli azionari sono, infatti, il risultato della libera interazione degli operatori nel mercato ed i prezzi riflettono l'opinione degli investitori riguardo ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica della società oggetto di valutazione.

Valore del capitale economico

A.d.F. e S.A.T. sono state valutate con la metodologia DCF sulla base dei *business plan* forniti dalle Società. Al fine di determinare il valore del capitale economico delle società sono stati considerati i seguenti elementi:

- flussi di cassa, di entrambe le Società, stimati puntualmente fino al termine del periodo di concessione sui dati inseriti nei *business plan*;
- per A.d.F. un WACC calcolato in maniera puntuale ottenuto sulla base di un rapporto D/E contabile per ciascuno degli anni di *business plan* e per gli anni successivi al periodo di piano;
- per S.A.T. un WACC calcolato in maniera puntuale ottenuto sulla base di un rapporto D/E contabile per ciascuno degli anni di *business plan* e per gli anni successivi al periodo di piano;
- posizione finanziaria netta al 31 dicembre 2014 per entrambe le Società, come comunicata dal management e rettificata di alcune componenti (es. TFR).

Data la natura concessoria dell'attività di A.d.F. e S.A.T. e considerata la disponibilità di flussi di cassa stimati puntualmente fino al termine del periodo di concessione il valore terminale non è stato calcolato.

Limiti e difficoltà di Valutazione

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



Grant Thornton

An instinct for growth™

- le ipotesi e le assunzioni utilizzate per la redazione 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. Modifiche dei dati utilizzati potrebbero avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni;
- le società operano in un settore ad alto tasso di normativa. Eventuali variazioni del quadro normativo avrebbero un impatto rilevante nei risultati delle valutazioni;
- 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. I valori e le decisioni future potrebbero cambiare determinando un impatto, anche significativo, sulla valutazione.

Conclusioni

Sulla base delle valutazioni effettuate e tenendo conto di quanto espresso nel presente parere, tenuto conto della natura e delle limitazioni del nostro incarico come in precedenza illustrato, è opinione dello scrivente che il rapporto di cambio proposto all'approvazione del Consiglio di Amministrazione di A.d.F. pari a 0,9687 azioni ordinarie S.A.T. per ciascuna azione ordinaria A.d.F., sia congruo rispetto al range di concambio individuato da Grant Thornton Advisory tramite l'applicazione dei metodi valutativi sopra citati e sulla base dei limiti e delle complessità intrinseche nelle attività valutative.

Dr. Stefano Emilio Salvadeo
Grant Thornton Advisory S.r.l.