

Spettabile
SOCIETÀ AEROPORTO TOSCANA (S.A.T.)
GALILEO GALILEI S.P.A.
Aerostazione Civile
56121 Pisa (PI)

Oggetto: *Parere in riferimento al rapporto di cambio della Fusione tra Società Aeroporto Toscana S.p.A. Galileo Galilei e Aeroporto di Firenze S.p.a con sede in Firenze via del Termine n°11*

Firenze, 19 Dicembre 2014

Egregi Signori,

In data 1 dicembre 2014 la Società Aeroporto Toscana S.p.A. (da qui in avanti anche "SAT" o "Società") ha conferito a La Merchant S.p.a (da qui in avanti anche "Advisor") un incarico di consulenza finanziaria finalizzato, tra l'altro, all'emissione di una *Fairness Opinion* (da qui in avanti anche "Parere") con riferimento al rapporto di cambio nell'ambito di un progetto di aggregazione (da qui in avanti anche "Operazione") tra la Società e Aeroporto di Firenze S.p.a (da qui in avanti anche "ADF") da effettuarsi tramite incorporazione di ADF in SAT (insieme "Società partecipanti alla Fusione").

Le conclusioni esposte 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. L'Advisor non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta per danni che possano derivare da un utilizzo improprio delle informazioni contenute nel Parere.

Il Parere è diretto alla verifica della congruità del rapporto di cambio della Fusione approvato dal Consiglio di Amministrazione di SAT, a seguito del Parere indipendente prodotto dall'Advisor al fine esclusivo di supporto al Comitato degli amministratori indipendenti della Società alla data del 15 dicembre 2014.

Ciascuna delle metodologie di valutazioni 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. Inoltre, il Parere è predisposto sulla base di assunzioni e stime considerate ragionevolmente appropriate dall'Advisor anche con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base di informazioni fornite dalla Società e da ADF (per il tramite anche dei suoi consulenti).

Nello svolgimento dell'incarico, nella predisposizione del Parere e in tutte le elaborazioni effettuate, l'Advisor ha confidato:

- Sulla veridicità, completezza ed accuratezza dei documenti, dati e informazioni utilizzati forniti dal management della Società, da ADF e dai consulenti di quest'ultima, senza effettuare né direttamente né indirettamente alcuna autonoma

LA MERCHANT S.P.A.

Cod. Fisc. e P.Iva 06326980486
Capitale sociale deliberato 6.000.000,00
Sottoscritto Euro 4.800.000 i.v.
Reg. Imp. 06326980486 - Rea 619309

FIRENZE

VIA MASACCIO, 191

SEDE LEGALE E AMMINISTRATIVA

TEL 055.5535405 - FAX 055.4089908

verifica, accertamento e/o analisi indipendente. L'Advisor non si assume pertanto alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza e accuratezza delle informazioni storiche e prospettiche utilizzate per l'elaborazione e la stesura del Parere;

- sul fatto che i dati previsionali siano stati predisposti dalla Società e da ADF sulla base di assunzioni ragionevoli e che gli stessi riflettano il giudizio più accurato possibile del *management* della Società e di ADF circa il futuro sviluppo delle attività. Le informazioni prospettiche utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione sono state analizzate dall'Advisor esclusivamente in termini di ragionevolezza e coerenza complessiva e non è stata svolta alcuna autonoma verifica su tali informazioni.

Si aggiunga che ai fini del Parere è stata fornita all'Advisor una perizia indipendente (come meglio specificata nel seguito del presente documento) in merito alla valorizzazione di terreni ad oggi posseduti da SAT e non rientranti nel processo di formazione dei flussi economico finanziari prospettici della Società. Su tale contributo peritale non è stata svolta alcuna verifica indipendente, o controlli di altro tipo, se non nel limite della ragionevolezza delle ipotesi assunte alla base delle valorizzazioni. Su tali dati, lo scrivente non esprime alcuna opinione o altra forma di giudizio sulla loro accuratezza, correttezza o completezza. La responsabilità della veridicità e/o idoneità dei documenti e delle informazioni indicate al presente punto appartiene unicamente al management della Società e al perito che ha redatto la specifica relazione.

Si precisa inoltre che l'incarico conferito all'Advisor non prevede lo svolgimento di procedure di revisione contabile sui bilanci delle società coinvolte nell'operazione, sui dati contabili o previsionali, né verifiche o accertamenti circa l'eventuale sussistenza di passività di natura legale, fiscale, contrattuale, previdenziale o connesse a problematiche di tipo ambientale, né ulteriori rispetto a quelle già rappresentate in bilancio.

Il Parere è necessariamente riferito, stante i criteri di valutazione utilizzati, alle attuali condizioni economiche e di mercato. A tal proposito, è inteso che sviluppi successivi tanto nelle condizioni di mercato (i.e tassi di interesse, quotazioni borsa, ecc...) che nelle altre informazioni messe a disposizione, potrebbero avere un effetto anche significativo sulle conclusioni del Parere. L'Advisor, dal canto suo, non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o riconfermare le proprie conclusioni.

In ogni caso l'Advisor con il presente Parere, finalizzato alla determinazione di un rapporto di cambio e quindi alla individuazione di criteri omogenei e comparabili di valutazione, non esprime alcun giudizio circa il valore economico e/o prezzo di mercato della Società e/o di SAT, il quale potrebbe essere influenzato da differenti elementi non quantificabili quali:

- specifiche considerazioni svolte dalle parti contraenti sulle attività delle società coinvolte nell'operazione;
- eventuale urgenza di una delle parti contraenti a concludere l'operazione;

LA MERCHANT S.P.A.

Cod. Fisc. e P.Iva 06326980486
Capitale sociale deliberato 6.000.000,00
Sottoscritto Euro 4.800.000 i.v.
Reg. Imp. 06326980486 - Rea 619309

FIRENZE

VIA MASACCIO, 191

SEDE LEGALE E AMMINISTRATIVA

TEL 055.5535405 - FAX 055.4089908

- esistenza, per una delle parti contraenti, di eventuali benefici o costi di natura fiscale connessi all'Operazione.

Il Parere non costituisce né un offerta al pubblico né un consiglio o una raccomandazione di acquisto o vendita di un qualsiasi prodotto finanziario.

Al fine di fornire gli elementi di supporto oggetto dell'incarico l'Advisor ha ottenuto ed esaminato la documentazione meglio dettagliata di seguito. Tale documentazione è riferibile esclusivamente al momento di emissione del presente Parere. Eventuali variazioni in merito ai contenuti di tale documentazione potrebbero rendere non più valide le conclusioni indicate nel presente documento.

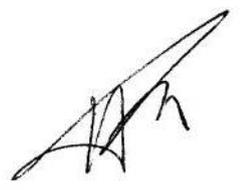
Documentazione Utilizzata:

- bilanci al 31 dicembre 2013 di SAT e ADF;
- bilanci alla data del 30 settembre 2014 di SAT e ADF
- bilanci al 30 giugno 2014 di SAT e ADF;
- forecast 2014 di SAT;
- forecast 2014 di ADF;
- business Plan 2014-2028 di SAT (da qui in avanti anche "**BP SAT**"), approvato dal CDA in data 4 dicembre 2014;
- business Plan 2014-2028 di ADF (da qui in avanti anche "**BP ADF**") approvato dal CDA di ADF in data 3 dicembre 2014;
- aggiornamenti e riconciliazioni tra il BP SAT ed i dati forecast 2014 di cui al punto precedente;
- relazione di stima dei beni immobili posti nel comune di Pisa di proprietà si SAT, inviata dalla Società in data 3 dicembre 2014 e redatta dal Dott. Giovanni Benvenuti (di seguito anche "**Perizia**");
- ;
- dati pubblici e di *Consensus* (ove esistenti) riportate nei *research report* pubblicati dalle principali case di analisi.

Sono stati inoltre svolti degli incontri con il *management* di SAT e di ADF con gli advisor di ADF, finalizzati ad ottenere chiarimenti sull'attività delle Società partecipanti alla fusione e sulle attese relativamente ai dati forniti e precedentemente elencati.

Tutto ciò premesso e sulla base della documentazione precedentemente indicata, al fine del presente Parere, è stato svolto il seguente lavoro:

1. analisi delle principali assunzioni dei BP SAT ed il BP ADF;
2. analisi delle Perizia;
3. determinazione del valore corrente teorico, al 31 dicembre 2014, delle Società partecipanti alla Fusione, attraverso la scelta di metodologie selezionate nell'ambito di quelle suggerite dalla dottrina e correntemente applicate dalla prassi professionale;



LA MERCHANT S.P.A.

Cod. Fisc. e P.Iva 06326980486

Capitale sociale deliberato 6.000.000,00

Sottoscritto Euro 4.800.000 i.v.

Reg. Imp. 06326980486 - Rea 619309

FIRENZE

VIA MASACCIO, 191

SEDE LEGALE E AMMINISTRATIVA

TEL 055.5535405 - FAX 055.4089908

4. definizione del concambio azionario sulla base dei valori desunti secondo quanto indicato al punto precedente.

Tenendo conto delle caratteristiche specifiche di SAT e ADF, della tipologia di operatività e del mercato di riferimento in cui le stesse operano, nonché della prassi valutativa in linea con gli standard nazionali ed internazionali di mercato, le metodologie individuate per l'elaborazione dei Parere sono le seguenti:

- il metodo del *Discounted Cash Flow (DCF)* che determina il valore di una azienda o di una 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 una attività economica sia pari i) al valore attuale dei flussi di cassa generati nel futuro, attualizzati ad un opportuno tasso di sconto rappresentato nel caso di specie dal Costo Medio Ponderato del Capitale Investito delle Società partecipanti alla Fusione (*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 rappresenta, quantomeno in uno stabile scenario di riferimento, una ragionevole approssimazione del valore economico di una società.

Le metodologie prescelte pur rappresentando criteri riconosciuti ed utilizzati nella prassi internazionale non devono 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 complementarità che si crea con gli altri criteri comporta, infatti, la perdita di significatività dell'intero processo di valutazione.

Le metodologie di valutazione ed i conseguenti valori di capitale economico sono stati individuati al solo scopo di indicare un intervallo di valori relativi ritenuti ragionevoli ai fini della fusione ed in nessun caso le valutazioni riportate nel Parere, ovvero in altri documenti forniti dall'Advisor, sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato, pre o post Operazione, o di valore delle Società in un contesto diverso da quello in esame.

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

- le valutazioni sono state effettuate utilizzando dati economico-finanziari prospettici, derivanti dai BP SAT e BP ADF. Tali dati presentano per loro natura elementi di incertezza. In ragione di ciò, variazioni anche marginali in merito ai dati indicati nella documentazione utilizzata potrebbero incidere anche sostanzialmente sulle conclusioni indicate;
- la documentazione a nostra disposizione non contempla, come comunicatoci dal management, (a fini esemplificativi e non esaustivi) sinergie di costo e/o di ricavo derivanti dal processo di fusione. Di converso, nel caso in cui tali poste fossero già considerate nella documentazione utilizzata, i valori e le conclusioni esposte potrebbero subire delle variazioni;
- come "metodo di controllo", per la definizione del valore corrente torico di SAT e ADF, sono stati osservati i valori di borsa (media ponderata dei prezzi a 3 e 6 mesi di SAT e ADF). L'utilizzo di tale impostazione valutativa risente comunque di difficoltà applicative dovute alla sottostante assunzione che il mercato sia

LA MERCHANT S.P.A.

Cod. Fisc. e P.Iva 06326980486
Capitale sociale deliberato 6.000.000,00
Sottoscritto Euro 4.800.000 i.v.
Reg. Imp. 06326980486 - Rea 619309

FIRENZE

VIA MASACCIO, 191

SEDE LEGALE E AMMINISTRATIVA

TEL 055.5535405 - FAX 055.4089908

sufficientemente efficiente e liquido, soprattutto per il flottante ad oggi limitato della SAT e di ADF;

- per la valorizzazione di SAT e ADF 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 le caratteristiche delle concessioni ottenute oltre ad un differente piano di investimenti e sviluppo tra le due entità coinvolte.

Sulla base delle valutazioni effettuate, del documento prodotto dall'Advisor a supporto del Comitato degli amministratori indipendenti in data 15 dicembre 2014 e subordinatamente a quanto sopra esposto, è opinione dell'Advisor che il rapporto di cambio approvato dal Consiglio di Amministrazione di SAT, ovvero 1,03227 azioni ADF per ogni azione SAT (ovvero 0,96874 quale reciproco del valore testé indicato - arrotondato a 0,96870-) sia congruo.

Poiché le conclusioni esposte nel presente documento sono basate sul complesso delle considerazioni tecniche e delle analisi sviluppate ed indicate, questo non potrà essere utilizzato disgiuntamente dalle altre sezioni che lo compongono, le quali sono da considerare parte inscindibile dello stesso.

LA MERCHANT S.P.A

Francesco Ferragina



LA MERCHANT S.P.A.

Cod. Fisc. e P.Iva 06326980486
Capitale sociale deliberato 6.000.000,00
Sottoscritto Euro 4.800.000 i.v.
Reg. Imp. 06326980486 - Rea 619309

FIRENZE

VIA MASACCIO, 191

SEDE LEGALE E AMMINISTRATIVA

TEL 055.5535405 - FAX 055.4089908