

Aumento di Capitale con Conferimento in Natura

Determinazione del Valore Economico
del Capitale Sociale di



eurofly



EFIBANCA

Corporate Finance

10 gennaio 2008

Il presente documento (il “Documento”), predisposto da Efibanca S.p.A. (“Efibanca”) nell’ambito dell’incarico professionale conferitole dal Consiglio di Amministrazione di Eurofly S.p.A. (“Destinatario”) in data 10 ottobre 2007, illustra i criteri adottati per addivenire ad una stima del valore economico del capitale sociale di Eurofly S.p.A. (di seguito anche “Società”).

Il Documento costituisce esclusivamente un supporto informativo ad uso interno ed esclusivo del Destinatario che potrà utilizzarlo al fine di giungere ad una autonoma deliberazione sulla proposta di aumento di capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione, da liberarsi mediante conferimento in natura da parte dell’azionista Meridiana S.p.A. da sottoporre prossimamente all’Assemblea dei Soci.

L’analisi e ogni considerazione illustrata da Efibanca nel Documento si basa su ipotesi, informazioni, dati, documenti e notizie (“Informazioni”) fornite ad Efibanca da Eurofly direttamente o per il tramite dei suoi consulenti. Non essendo dette Informazioni state oggetto di autonoma verifica da parte di Efibanca, quest’ultima non presta alcuna garanzia circa l’accuratezza, la completezza e la veridicità tanto delle Informazioni quanto delle conseguenti opinioni, analisi e rielaborazioni contenute nel Documento, così declinando espressamente ogni responsabilità derivante da inesattezze ed omissioni ovvero da variazioni degli elementi informativi intervenute successivamente alla consegna dello stesso.

Il Documento e tutte le informazioni nello stesso contenute sono strettamente riservate e confidenziali e pertanto devono essere utilizzate dal Destinatario solo in relazione allo scopo per cui sono state predisposte.

Il Documento non potrà essere fotocopiato, riprodotto o consegnato a terzi in tutto o in parte, né potranno essere realizzati estratti e/o sintesi; non potranno, inoltre, essere effettuati riferimenti in altri documenti alle informazioni in esso contenute senza l’autorizzazione di Efibanca.

Indice

	Pagina
1. Executive Summary	4
2. Il Mercato di Riferimento	6
3. La Società ed il suo posizionamento competitivo	7
4. La Determinazione del Valore Economico	
4.1 I risultati della Valutazione	9
4.2 Unlevered Discounted Cash Flow Analysis	10
4.3 Metodo dei Prezzi di Borsa	15
4.4 Metodo dei Multipli di Mercato	16
4.5 Metodo delle Transazioni Comparabili	22

Allegato A – Business Plan 2008 - 2010

1. Executive Summary

- Il 27 ottobre 2007 il CdA di Eurofly, alla luce dello stato di sottocapitalizzazione prodotto dai passivi consuntivati negli ultimi tre esercizi, ha approvato il piano industriale 2008 - 2010 della Società nel presupposto di una ricapitalizzazione della stessa realizzatasi attraverso due distinti aumenti di capitale.
- Un primo aumento di capitale scindibile (“Primo Aumento di Capitale”), da liberarsi in denaro, offerto in opzione a tutti gli azionisti, deliberato dall’assemblea straordinaria del 9 novembre 2007 fino ad un massimo di Euro 15 milioni, è attualmente in fase di perfezionamento. In virtù della delega conferitagli dall’assemblea, il CdA in data 10/1/2008 ha determinato il prezzo di emissione delle nuove azioni in € 1,347 per azione. L’azionista di riferimento Meridiana S.p.A., ottenuta da Consob l’esenzione dall’obbligo di lanciare un’OPA sul 100% in caso di superamento del limite del 30% del capitale sociale in caso di sottoscrizione di parte dell’eventuale inoptato, si è impegnato a sottoscrivere il Primo Aumento di Capitale sino ad un massimo di Euro 12 milioni complessivi (di cui circa Euro 4,5 milioni corrispondenti alla quota di sua spettanza).
- Un secondo aumento di capitale (“Secondo Aumento di Capitale”), di cui all’assemblea straordinaria prevista in convocazione il 18, 19 e 20 febbraio 2008 e riservato a Meridiana fino ad un massimo di Euro 12 milioni, da liberarsi in natura mediante il conferimento di una quota partecipativa pari al 50% del capitale sociale di Wokita S.r.l. (“WK”), attiva nel settore del Tour Operating on Line, e di una quota partecipativa pari al 50% del capitale sociale della Same Italy S.r.l. (“Same”), che svolge attività di GSA (General Sale Agent).
- In conformità all’articolo 2441, commi 4 e 6, del Codice Civile (“Diritto di opzione”) e in conformità all’articolo 70, comma 3, del Regolamento Emittenti (“Informazioni su operazioni straordinarie”) nonché all’Allegato 3A dello stesso Regolamento (“Relazione illustrativa dell’organo amministrativo per l’assemblea straordinaria chiamata a deliberare operazioni di modifica del capitale sociale e/o di emissione di obbligazioni”) le proposte di aumento di capitale sociale da liberarsi mediante conferimento in natura devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione dalla quale devono risultare le ragioni dell’operazione e i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.
- Con il presente Documento, pertanto, Efibanca intende offrire al CdA della Società uno strumento analitico di supporto per la stima del valore economico del capitale sociale di Eurofly ai fini della identificazione del prezzo di emissione di nuove azioni della Società nell’ambito del Secondo Aumento di Capitale.

- In data 26 ottobre 2007 Efibanca ha illustrato al CdA di Eurofly i risultati del proprio lavoro finalizzato alla identificazione del valore economico di WK e Same
- I contenuti, le elaborazioni e le conclusioni di cui al presente documento sono il risultato delle informazioni desunte:
 - dal Prospetto Informativo della Società redatto in occasione del Primo Aumento di Capitale,
 - dai bilanci civilistici di Eurofly relativi agli anni 2005 e 2006,
 - dal piano industriale 2008 - 2010 approvato dal CdA il 27 ottobre u.s. (di seguito “Piano”) e consegnato ad Efibanca dal Top Management di Eurofly, la quale ultima ne garantisce pertanto la completezza e la veridicità del contenuto.
- Il Piano prevede la ristrutturazione industriale di Eurofly tendente alla trasformazione in vettore misto (linea e charter) da attuarsi nell’ambito del Gruppo Meridiana.
- Il Piano incorpora integralmente le sinergie strategiche connesse all’integrazione con Eurofly delle attività di WK e Same ancorché da un punto di vista meramente finanziario i risultati economici di WK e Same non siano consolidati nel Piano ed il valore di carico delle due partecipazioni sia mantenuto costante per tutta la durata del Piano, pari al valore verosimilmente attribuito in occasione del loro conferimento in Eurofly.
- Al fine di enucleare gli impatti degli apporti sinergici derivanti dall’integrazione con le attività di WK e Same, il *management* ha opportunamente rettificato il Piano che, pertanto, può essere ragionevolmente considerato una proiezione *stand alone* di Eurofly.
- Stante il settore di attività e la dinamica finanziaria del *business*, nella determinazione del valore economico di Eurofly si è ritenuto opportuno utilizzare **quali metodi principali di valutazione (i) l’Unlevered Discounted Cash Flow Analysis (UDCF) e (ii) il Metodo dei prezzi Borsa.**
- Prendendo in considerazione la media dei risultati ottenuti dall’applicazione dei metodi anzidetti, si evince **un valore attribuibile al capitale economico di Eurofly, con riferimento alla data del 30/9/2007, di € 36.602 migliaia corrispondente ad un valore per azione di € 2,74.**
- Detto valore rientra comunque nel range di valutazione desumibile dall’applicazione del Metodo dei Multipli di Mercato (utilizzato quale metodo di controllo) in base al quale il valore economico per azione di Eurofly è in linea teorica compreso tra € 0 (ex Multipli di Mercato Adjusted) e € 3,03 (ex Multipli di Mercato non Adjusted).

2. Il Mercato di Riferimento

- Il settore del trasporto aereo mondiale ha denotato interessanti ritmi espansivi nel 2006 (+6,3% in termini di offerta, +5,4% a livello di trasportato - dati IATA) imputabili al positivo andamento dell'economia mondiale, all'apertura di nuove destinazioni, alle liberalizzazioni di rotte già esistenti ed alla forte competizione da parte dei vettori low-cost. Detta tendenza ha continuato, ancorché più moderatamente, a manifestarsi nel 2007 nonostante le note tensioni sul mercato del greggio, che ha comportato un sensibile aumento del costo del carburante, e su quello dei cambi, dominato dal deprezzamento del dollaro rispetto all'euro.
- In proposito le aree che denotano i tassi di crescita più elevati sono il Medio Oriente e l'Africa:

	2006/2005	2007 / 2006 (genn - giu)	2007 / 2006 (genn- sett)
Medio Oriente	+ 15,4%	+ 17,8%	+ 18,2%
Africa	+ 8,6%	+ 9,9%	+ 8,7%
Asia/Pacifico	+ 5,3%	+ 6,0%	+ 7,6%
Nord America	+ 5,7%	+ 5,2%	+ 5,2%
Europa	+ 5,3%	+ 4,9%	+ 5,9%

- Il mercato europeo presenta uno scenario prospettico caratterizzato, sul lungo raggio, da una crescita legata al consolidamento dei collegamenti "hub to hub" e dal perseguimento di nuove strategie di rete tramite l'introduzione di servizi "point to point"; nel breve e medio raggio dalla trasformazione del mercato, comunque in espansione, in virtù della quale gli incrementi di domanda si ripartiscono in maniera differenziata a seconda dei modelli di business adottati dalle compagnie (low-cost v/s full service) e delle aree geografiche servite (maggiore crescita dei meno maturi mercati dell'Europa Orientale rispetto a quelli dell'Europa Occidentale).
- Il coefficiente di occupazione delle aerolinee europee ("load – factor"), che hanno trasportato nel 2006 circa 344 milioni di passeggeri, si è attestato nel periodo al 76,5% presentando il seguente spaccato per area di destinazione e confrontato con i dati progressivi 2007 sinora disponibili :

	Europa	Nord Atlantico	Sud Atlantico	Medio Oriente	Estremo Oriente	Passeggeri Trasportati
2006	68,7%	81,5%	86,3%	70,9%	80,7%	344 milioni
2005	67,2%	82,6%	82,7%	73,6%	79,7%	+ 4,5%
genn - giu 2007	67,2%	80,2%	85,7%	73,1%	81,4%	170 milioni
genn - giu 2006	67,0%	81,5%	85,1%	70,9%	79,3%	+ 3,6%
genn - sett 2007	70,5%	81,6%	86,1%	75,2%	82,8%	n.d.
genn - sett 2006	70,3%	82,4%	86,7%	71,3%	80,7%	

3. La Società ed il suo posizionamento competitivo

- Eurofly, costituita il 26 maggio 1989 e quotata al Segmento STANDARD della Borsa Italiana a partire dal dicembre 2005 (capitalizzazione attuale di circa Euro 40milioni), ha sede a Milano in via Ettore Bugatti 15.
- La Società presenta attualmente un capitale integralmente sottoscritto e posseduto per una quota pari al 29,95% da Meridiana S.p.A., per una quota di circa il 14÷15% dal fondo di diritto lussemburghese Spinnaker, essendo la parte rimanente detenuto dal mercato (flottante).
- Retta da un CdA composto da 9 membri, la Società fattura circa Euro 300 milioni coprendo le destinazioni a medio e lungo raggio sotto indicate con una flotta di 13 aeromobili condotti in locazione operativa (età media alla data del 30 settembre 2007 pari a 6,4 e 4,3 anni anni avendo riguardo agli aeromobili A320 e A330 rispettivamente), di cui 1 sub-locato a terzi vettori:

Medio Raggio (voli di durata inferiore alle 5 ore):

Baleari, Canarie, Grecia, Egitto, Israele e Russia

Lungo Raggio (voli di durata superiore alle 5 ore):

Maldive, Messico, Kenia, Repubblica Domenicana, Stati Uniti e Mauritius

Medio Raggio (n° 8 - A320)			Lungo Raggio (n° 5 - A330)		
Marca di Registrazione	Anno Costruzione	Durata Leasing	Marca di Registrazione	Anno Costruzione	Durata Leasing
I-EEZC	2002	6,0	I-EEZA	2000	6,6
I-EEZD	2003	6,0	I-EEZB	2000	6,7
I-EEZE	2003	6,0	I-EEZJ	2005	7,0
I-EEZF	2003	5 + 5	I-EEZL	2006	8,0
I-EEZG	2003	5 + 5	I-EEZM	2007	7,0
I-EEZH	1997	5,0			
I-EEZI	1997	5,0			
I-EEZK	1990	4,7			

- Assegnataria di 6 slot sull'aeroporto di Milano Linate, la Società gestisce gli stessi mediante accordi di *Code Sharing* con British Airways (2 slot) e Meridiana (4 slot).
- Nel suo contesto di riferimento la Società opera alla data prevalentemente come vettore charter, ossia come operatore di voli verso località turistiche principalmente per conto di tour operators.
- Stante la forte stagionalità presentata dall'attività di volo verso destinazioni turistiche (con picchi concentrati nei mesi estivi e particolarmente marcati nel segmento delle destinazioni di Medio Raggio) Eurofly, in linea con la migliore prassi del settore, acquisisce o cede anche capacità di volo tramite contratti di noleggio di aerei (wet lease) con altre compagnie aeree, al fine di adeguare l'offerta alla domanda del mercato.
- I principali competitors nel settore dei voli charter, nel quale Eurofly è leader con una quota di mercato del 28,9%, sono identificabili in Livingston (Livingston e Lauda Air), Blue Panorama, Neos ed Air Europe.

3. La Società ed il suo Posizionamento Competitivo

- Tra i *tour operators* clienti di Eurofly vi sono molti dei maggiori operatori italiani tra i quali si ricordano Alpitour e Viaggi del Ventaglio.
- L'operatività con i *tour operators* prevede alcune caratteristiche particolari tra le quali è opportuno ricordare:
 - la vendita della capacità dell'aereo perseguita principalmente con modalità “vuoto per pieno”, interamente o “split” (più *tour operators* presenti sullo stesso volo), ciò comportando il trasferimento sui *tour operators* del rischio legato alla mancata saturazione dei posti prenotati;
 - la possibilità di aggiustamento del prezzo contrattuale con i *tour operators* in funzione delle oscillazioni intervenute sul prezzo del carburante (jet fuel) e sul tasso di cambio Euro/USD al momento dell'effettuazione del volo rispetto al momento della stipula contrattuale. Tali clausole negoziali forniscono ad Eurofly una sorta di copertura naturale dai rischi di fluttuazione di tali fattori, benché imperfetta per ragioni applicative (franchigie, meccanismi di calcolo) e commerciali;
 - l'inesistente o quasi investimento in capitale circolante stanti le favorevoli condizioni di pagamento (anticipato rispetto all'effettuazione del volo) in essere con la clientela in esame.
- Nel corso degli ultimi anni la domanda turistica ha iniziato gradualmente ad orientarsi verso logiche “fai da te”, alternative al tradizionale rapporto con il tour operator. Alla luce di tale evoluzione, Eurofly ha modificato la propria strategia distributiva passando da una vendita monocolore (solo *tour operators*) a una vendita multicanale. A partire dal 2004 infatti, Eurofly ha iniziato ad utilizzare nuovi canali di vendita diretti ed indiretti (agenzie di viaggio, call center, sito internet e sistemi di distribuzione internazionali), per raggiungere con maggiore capillarità l'utente finale.
- In vista della migrazione verso un modello misto – charter, perseguita per destagionalizzare i flussi di traffico e migliorare la produttività degli aeromobili, sono state intraprese le seguenti politiche:
 - i. avviamento di collegamenti nel lungo raggio con voli di linea “punto a punto” fra tre importanti capoluoghi di regione (Bologna, Napoli e Palermo) e New York, ai quali si è aggiunto nel 2006 il volo in partenza da Roma e all'inizio del 2007 è stato avviato il collegamento di linea verso l'India;
 - ii. potenziamento nel medio raggio dei collegamenti verso le tradizionali destinazioni leisure di Eurofly, vendute in modalità split charter, ossia in parte ai *tour operator* e in parte direttamente al cliente finale. A fine ottobre 2007 la linea del medio raggio è stata potenziata con la destinazione di 2 aeromobili ai collegamenti verso Napoli, Fiumicino e Parigi da Linate;
 - iii. incremento dello spazio dedicato alla multicanalità, con riferimento sia al medio che al lungo raggio, con vendita della capacità attraverso il canale tradizionale - le agenzie di viaggio –, i sistemi GDS ed il canale multimediale (sito web e primari portali del turismo).

4.1 I risultati della Valutazione

Stante il settore di attività e la dinamica finanziaria del *business*, ai fini della determinazione del valore economico di Eurofly si è ritenuto opportuno utilizzare il seguente approccio valutativo. **Quali metodi principali di valutazione sono stati utilizzati: (i) l'Unlevered Discounted Cash Flow Analysis (UDCF) e (ii) il Metodo dei Prezzi Borsa.**

Con riferimento al UDCF si sottolinea che è stato preso a riferimento il Piano economico e finanziario 2008/2010 redatto dalla società, opportunamente rettificato dal *management* di Eurofly per tenere conto degli apporti sinergici, in esso presenti, derivanti dall'integrazione con le attività di Wokita e Same Italy.

Riguardo al Metodo dei prezzi di Borsa sono state prese in considerazione le medie, semplice e ponderata per le quantità, delle quotazioni registrate dal titolo "Eurofly" nel semestre antecedente al 9/1/2008, data di stesura del presente documento.

Alla luce delle difficoltà di applicazione riscontrate nell'individuazione di un panel di società effettivamente comparabili ad Eurofly stante il suo specifico modello di *business* (flotta integralmente condotta in locazione operativa), le ridotte dimensioni rispetto ai *players* dello scenario competitivo di riferimento, e, non da ultimo, il particolare momento che attraversa la società alle prese con un impegnativo programma di ristrutturazione industriale, si è ritenuto opportuno utilizzare il **Metodo dei Multipli di Mercato esclusivamente quale metodo di controllo.**

Prendendo in considerazione la media dei risultati ottenuti dall'applicazione dei metodi valutativi prescelti, si evince un valore attribuibile al capitale economico di Eurofly, con riferimento alla data del 30/9/2007, di € 36.602 migliaia corrispondente ad un valore per azione di € 2,74, ragionevolmente coerente con le risultanze dell'utilizzo del Metodo dei Multipli di Mercato quale metodologia di controllo.

	Valore attribuito al 100% del capitale			Valore economico per azione		
	Minimo (Euro/000)	Massimo (Euro/000)	Media (Euro/000)	Minimo	Massimo	Media
Metodi di valutazione	a	b	(a+b)/2	a	b	(a+b)/2
1. Unlevered Discounted Cash Flow Analysis	31.687	36.352	34.020	€ 2,37	€ 2,72	€ 2,55
2. Media dei prezzi di Borsa ultimo semestre (al 9/1)	38.205	40.162	39.184	€ 2,86	€ 3,01	€ 2,93
Media dei risultati ottenuti			36.602			€ 2,74
Metodi di controllo						
Metodo dei Multipli di Mercato Adjusted	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Metodo dei Multipli di Mercato non Adjusted	38.265	42.679	40.472	€ 2,87	€ 3,20	€ 3,03

Dall'applicazione dei Metodi di controllo emergerebbe un range teorico di valutazione per azione compreso tra € 0 (ex Multipli di Mercato Adjusted) e € 3,03 (ex Multipli di Mercato non Adjusted).

4.2 Unlevered Discounted Cash Flow Analysis

Descrizione del metodo

Secondo la metodologia finanziaria il valore un'azienda è legato alla capacità di generare flussi di cassa disponibili per il servizio dei creditori sociali e, da ultimo, degli azionisti. Detta metodologia si basa pertanto sul presupposto che il valore del capitale economico di un'azienda, ad una certa data di riferimento, sia pari alla somma algebrica dei seguenti valori:

- ❖ Il valore dell'azienda (Enterprise Value, "EV"), pari al valore attuale dei flussi di cassa prospettici (attesi) derivanti dalla gestione operativa (Unlevered Discounted Cash Flow, "UDCF"). Il criterio in esame assume che l'EV sia funzione dei flussi di cassa operativi liberamente disponibili per i fornitori di capitale (*Free Cash Flows*) che, prevedibilmente, l'azienda sarà in grado di generare in futuro, attualizzati secondo un tasso (*W.A.C.C.: Weighted Average Cost of Capital*) che esprime la remunerazione richiesta dal capitale investito nell'attività dell'azienda e quindi il rischio e l'incertezza dei flussi attesi. Detto valore viene normalmente determinato attualizzando i flussi di cassa espressi da una pianificazione economico – finanziaria riferita ad un dato orizzonte temporale (periodo di previsione esplicita); alla somma dei flussi attualizzati viene quindi sommato il cosiddetto valore residuo (valore attuale delle attività operative dell'azienda al termine del periodo di previsione esplicita, calcolato capitalizzando il flusso di cassa operativo normalizzato dell'ultimo esercizio di pianificazione, sulla base di un dato tasso di crescita perpetua);
- ❖ Il valore, a prezzi di mercato, delle eventuali attività accessorie non strategiche o non strumentali all'operatività aziendale, alla data di riferimento, oltre ai Plus/(Minus) valori netti (*net of taxes*) inespressi nei bilanci;
- ❖ La consistenza delle passività finanziarie al netto delle disponibilità liquide (Posizione Finanziaria Netta, "PFN").

L'applicazione del metodo UDCF si sostanzia pertanto nella seguente formula:

$$W = \left[\sum_{t=1}^n CF_{(t)} \cdot (1+WACC)^{-t} + TV_{(n)} \cdot (1+WACC)^{-n} \right] + SA - PFN$$

W: Valore corrente teorico del capitale economico dell'azienda (Equity Value)

CF(t): Flussi finanziari unlevered (ossia calcolati in assenza di indebitamento finanziario)

WACC: Costo medio ponderato del capitale investito (media ponderata del costo opportunità dell'equity, ossia del capitale di rischio, e del costo dell'indebitamento finanziario)

TV: Valore residuo (Terminal Value) del complesso aziendale alla fine dell'ultimo anno di pianificazione esplicita, espresso dalla formula:

$$TV = \frac{CF_{(n)} \cdot (1+g)}{(WACC - g)}$$

SA: Valore di mercato dei Surplus Assets, ossia beni non strumentali all'attività operativa

PFN: Posizione Finanziaria Netta, ossia consistenza dell'indebitamento finanziario al netto delle disponibilità liquide.

4.2 Unlevered Discounted Cash Flow Analysis

Determinazione del WACC

STIMA DEL BETA	Paese	Raw Beta Levered (*)	Market Cap. (**)	PFN	Minorities	Enterprise Value	D/E	Beta Unlevered
Air France - Klm	Francia	1,091	7.736,6	4.551,0	127,0	12.414,6	58,8%	0,773
British Airways	UK	1,170	4.414,6	991,0	200,0	5.605,6	22,4%	1,011
Lufthansa	Germania	1,010	9.268,7	-1.041,0	59,0	8.286,7	0,0%	1,010
Iberia	Spagna	0,961	3.258,7	-2.307,4	1,2	952,5	0,0%	0,961
SAS	Svezia	0,741	18.177,3	3.387,0	0,0	21.564,3	18,6%	0,653
Ryanair Holdings	Irlanda	0,919	6.957,9	-4,2	0,0	6.953,7	0,0%	0,919
EasyJet	UK	1,223	2.573,1	-199,9	0,0	2.373,2	0,0%	1,223
Media		1,02						0,94

Fonte: Bloomberg

(*) periodo: 10/10/03 - 28/9/07

(**) al 28/9/08

STIMA DEL WACC	
Beta Unlevered	0,94
Tax rate	27,5%
D	16.545
E (at market value)	33.871
D/E (at market value)	48,8%
Beta Relevered	1,27
Free Risk Rate (BTP 1.2-1.8.2017)	4,54%
Premio per il Rischio	7,5%
- premio per il rischio generico (*)	5,00%
- premio per il rischio specifico (**)	2,50%
Ke	14,0%
Kd (costo medio ponderato del debito)	6,7%
WACC nominale	11,0%
Inflazione prevista	2,0%
WACC reale	8,8%

(*) fonte: web site Prof. Damodaran (rilevazioni per l'Italia a gennaio 2008)

(**) fonte: E.R. Arzac "Valuation for merger, buyouts and restructuring", Wiley 2005, pp-55-58

Tenuto conto della scarsa rappresentatività della serie storica delle quotazioni di Eurofly (quotata solamente da poco più di due anni) per la definizione del coefficiente Beta si è preso come riferimento la media espressa da un panel di società comparabili sulla base di una serie storica di circa quattro anni. Valutando il capitale economico di Eurofly alla data del 30/9/2007, nella determinazione del Beta si è preso a riferimento la market cap storica al 28/9/2007 (ultimo giorno di rilevazione utile).

I coefficienti Beta delle società facenti parte del panel sono stati rettificati per neutralizzare gli effetti della diversa leva finanziaria che caratterizza le singole società. La media del valore così ottenuto è stata quindi rettificata a sua volta per tenere conto della leva finanziaria di Eurofly (calcolata valorizzando l'equity al suo valore economico).

Con riferimento al premio per il rischio, oltre ad un premio del 5% per il rischio generico di mercato, volto ad apprezzare la rischiosità di un investimento in azioni alternativo ad un investimento "free risk", per tenere conto della diversa leva operativa, della minore liquidità del titolo e della delicata fase di *turnaround* che caratterizza Eurofly rispetto al panel di società comparabili, è stato considerato un premio per il rischio specifico del 2,5%.

Il costo del debito utilizzato è in linea con quello medio ponderato negoziato dalla società in occasione della recente ristrutturazione finanziaria.

Tenuto conto che il Piano economico e finanziario è stato costruito senza tenere conto di fenomeni inflattivi, si è proceduto alla definizione di un WACC reale sulla base di un tasso di inflazione atteso del 2%.

4.2 Unlevered Discounted Cash Flow Analysis

I Flussi (OFCF) del periodo esplicito

OPERATING FREE CASH FLOW	(Euro/000)	Quarto Trim. 2007	2008	2009	2010
EBIT		(13.531)	(9.443)	(1.275)	8.326
	in % dei Ricavi Totali		-2,7%	-0,3%	2,1%
Imposte Figurative		0	(1.438)	(1.833)	(4.560)
- Aliquota Irap		4,25%	3,90%	3,90%	3,90%
- Aliquota Ires		33,00%	27,50%	27,50%	27,50%
NOPAT		(13.531)	(10.881)	(3.108)	3.766
Ammortamenti		984	3.601	2.398	1.623
Variazione Working Capital		5.243	2.796	4.868	(837)
OPERATING CASH FLOW		(7.304)	(4.484)	4.159	4.552
Net Capex		(140)	5.509	(1.998)	(1.638)
Delta Fondi (ipotizzando l'accantonamento al TFR come ca)		142	841	173	744
OPERATING FREE CASH FLOW		(7.301)	1.865	2.334	3.658

Ai fini della determinazione degli Operating Free Cash Flow (OFCF) è stato preso a riferimento il Piano economico e finanziario 2008/2010 redatto dalla società, opportunamente rettificato dal *management* di Eurofly per eliminare gli effetti degli apporti sinergici derivanti dall'integrazione con le attività di Wokita e Same Italy (cfr Allegato A).

Essendo la valutazione riferita alla data del 30 settembre 2007, si è proceduto alla determinazione del OFCF del quarto trimestre del 2007, partendo dalla situazione al 30 settembre 2007 approvata dal CdA.

Le imposte figurative sono state calcolate facendo riferimento, a partire dal 2008, alle nuove aliquote (IRAP ed IRES) introdotte dalla Legge Finanziaria 2008.

Nonostante nel Piano la quota di TFR maturata nell'esercizio sia stata portata ad incremento della consistenza del Fondo TFR, tenuto conto che a detta del *management* della società la maggioranza dei dipendenti ha espresso la volontà di destinare il proprio TFR a forme di previdenza integrativa, si è ipotizzato il cash out dell'incremento netto annuale di detto fondo.

4.2 Unlevered Discounted Cash Flow Analysis

UNLEVERED DISCOUNTED CASH FLOW	(Euro/000)	Quarto Trim. 2007	2008	2009	2010	Perpetuity
Operating Free Cash Flow		(7.301)	1.865	2.334	3.658	3.766
Anni di Attualizzazione		0,25	1,25	2,25	3,25	
Growth rate in perpetuity	1,0%					
Free Cash Flows attualizzati		(7.148)	1.678	1.929	2.777	
Free Cash Flow Attualizzati Cumulati		(7.148)	(5.470)	(3.542)	(764)	
Terminal Value						48.008
VA Terminal Value						36.449
Enterprise Value pre-money primo aumento di capitale in opzione					a	35.684
P.F.N. al 30/9/2007 (*)					b	(16.545)
Ammontare complessivo surplus assets					c	14.732
- Indennizzo transattivo (già incassato)						1.250
- Valore attuale del recupero anticipi versati ad Airbus						2.601
- Valore attuale netto perdite fiscali pregresse in funzione della recuperabilità futura						10.882
Equity Value pre-money primo aumento di capitale in opzione					a + b + c	33.871
Numero di azioni in circolazione ante primo aumento di capitale in opzione						13.355.302
Valore per azione						€ 2,54

Per la determinazione del Terminal Value si è fatto riferimento al NOPAT dell'ultimo anno del periodo esplicito (2010) capitalizzato ad un tasso pari al WACC meno il Growth Rate in perpetuity

Quale Growth Rate in perpetuity si è ipotizzato un fattore di crescita annuo dell'1% (fattore di crescita reale).

(*) PFN al 30/9/2007 + OFCF 4° trim. 2007 = € 23,8 milioni (= PFN al 31/12/2007 al netto del Primo Aumento di Capitale, ipotizzato nel Piano pari a € 12,2 milioni, cfr. Allegato A)

Ai fini della determinazione dell'Equity Value di Eurofly alla data del 30/9/2007 si è tenuto conto della PFN a detta data nonché dell'ammontare complessivo dei Surplus Assets che non hanno contribuito alla formazione dei OFCF del periodo esplicito. In particolare:

- Definizione di un accordo transattivo che ha determinato il pagamento da parte di una compagnia assicurativa, a fronte di un sinistro registrato nel 2007, di un indennizzo di complessivi circa € 1.250 migliaia.
- Valore attuale netto (tasso di attualizzazione = WACC) degli acconti su forniture versati da Eurofly ad Airbus per complessivi € 4.870 migliaia, assumendone il recupero in dieci anni a partire dal 2010 (ipotesi del *management*). In data 30 dicembre 2005 è stato firmato un contratto - a fronte del quale è stato pagato il primo acconto in esame - avente ad oggetto la fornitura di tre aeromobili di lungo raggio A350 con consegne previste nel 2013 e 2014. Nel 2006 Airbus ha avviato lo studio di una nuova versione di tale aeromobile, migliore sotto il profilo tecnologico, ma con tempi di consegna più lunghi di circa 24 mesi rispetto agli accordi. A seguito di ciò Eurofly ha concordato la sospensione del pagamento degli altri acconti, originariamente previsti, in attesa di definire i termini di un nuovo accordo.
- Valore attuale netto (tasso di attualizzazione = WACC) delle perdite fiscali pregresse in funzione della loro recuperabilità futura, tenuto conto della modifica delle aliquote (IRAP ed IRES) introdotta dalla Legge Finanziaria 2008.

4.2 Unlevered Discounted Cash Flow Analysis

Sensitivity Analysis

Sensitivity Analysis on Equity Value

		<u>Growth Rate in Perpetuity (g)</u>				
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
WACC	7,8%	35.773	38.330	41.260	44.652	48.625
	8,3%	32.594	34.811	37.329	40.216	43.558
	8,8%	29.750	31.687	33.871	36.352	39.196
	9,3%	27.190	28.894	30.802	32.954	35.398
	9,8%	24.870	26.379	28.058	29.938	32.058

Sulla base delle ipotesi anzidette, il valore del capitale economico di Eurofly al 30/9/07 sarebbe pari a **€ 33,9 milioni** corrispondente ad un **valore per azione di € 2,54**.

Sensitivity Analysis on Equity Value per Azione

		<u>Growth Rate in Perpetuity (g)</u>				
		0,00%	0,50%	1,00%	1,50%	2,00%
WACC	7,8%	€ 2,68	€ 2,87	€ 3,09	€ 3,34	€ 3,64
	8,3%	€ 2,44	€ 2,61	€ 2,80	€ 3,01	€ 3,26
	8,8%	€ 2,23	€ 2,37	€ 2,54	€ 2,72	€ 2,93
	9,3%	€ 2,04	€ 2,16	€ 2,31	€ 2,47	€ 2,65
	9,8%	€ 1,86	€ 1,98	€ 2,10	€ 2,24	€ 2,40

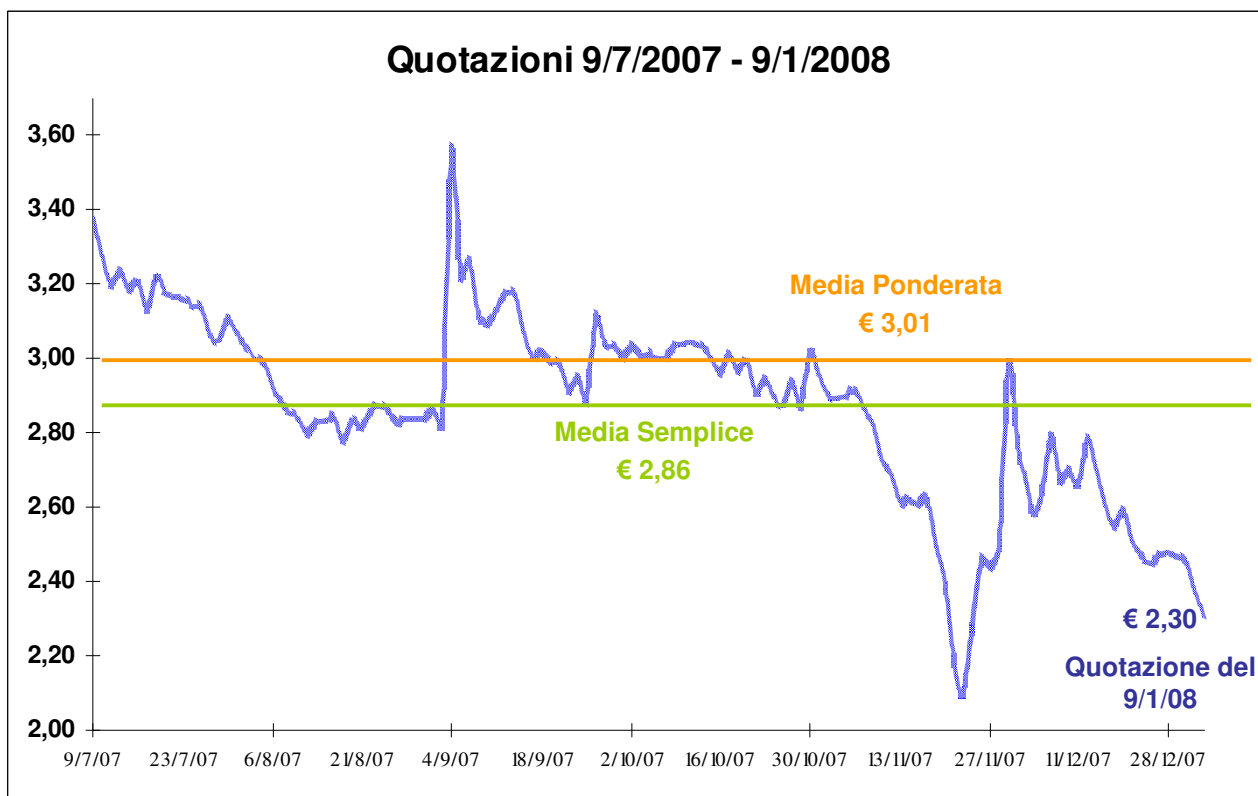
Ove a parità di tasso di attualizzazione (Wacc) si assumesse una differenza del Growth Rate nell'ordine del +/- 0,5%, il valore del capitale economico di Eurofly si attesterebbe agli estremi del range di valori ricompresi tra **€ 31,7** ed **€ 36,4 milioni** cui corrisponderebbero valori unitari dell'azione pari rispettivamente a **€ 2,37** ed **€ 2,72**.

Descrizione del metodo e limiti operativi

Il metodo dei Prezzi di Borsa si basa sul presupposto logico che il “mercato” sia il migliore valutatore dei fondamentali di un’azienda. Ciò nell’assunto di un mercato altamente efficiente, ipotesi questa difficilmente condivisibile in presenza di soventi speculazioni o arbitraggi, che possono avere impatti particolarmente significativi soprattutto sulle quotazioni di titoli “sottili” (flottante ridotto o scarsi volumi negoziati).

Giova peraltro sottolineare che, in presenza di operazioni di aumento di capitale con esclusione o limitazione del diritto di opzione, il codice civile (art. 2441, comma 6) stabilisce che “... *La deliberazione determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore di patrimonio netto, tenendo conto, per le azioni quotate su mercati regolamentati, anche dell’andamento delle quotazioni nell’ultimo semestre.*”

Nella tabella sotto riportata è illustrato l’andamento del titolo “Eurofly” nell’ultimo semestre, con evidenza della media (semplice e ponderata per le quantità negoziate) delle chiusure giornaliere.



4.4 Metodo dei Multipli di Mercato

Descrizione del metodo e limiti operativi

Quello dei multipli di mercato è un metodo di valutazione che giunge a determinare il valore del capitale aziendale sulla base dei prezzi negoziati in mercati organizzati per titoli rappresentativi di quote del capitale di imprese comparabili.

Per imprese comparabili si intendono quelle società quotate, nazionali ed internazionali, che presentano un buon grado di affinità rispetto all'azienda oggetto di valutazione in termini di: (i) settore di appartenenza e mercati serviti, (ii) dimensioni, (iii) stadio del ciclo di vita dell'azienda e dei prodotti, (iv) caratteristiche/rischiosità proprie del modello di business, (v) prospettive di crescita, (vi) liquidità dei titoli, (vii) contendibilità dell'azienda.

Questo metodo di valutazione è fondato sull'analisi delle relazioni tra il valore aziendale delle imprese (Enterprise Value), costituito dalla somma tra la capitalizzazione di mercato (Market Capitalization) e la Posizione Finanziaria Netta (PFN) di ciascuna società del campione utilizzato, e le variabili economiche e finanziarie espresse dalle società stesse quali, a scopo esemplificativo, il totale delle Vendite (Sales), il Margine Operativo Lordo (Ebitda), il Margine Operativo Netto (Ebit), l'Utile Netto.

I multipli così calcolati vengono poi applicati ai medesimi *financials* espressi dalla società oggetto di valutazione, in modo da pervenire al valore aziendale equivalente di quest'ultima (Enterprise Value o "EV").

Al valore aziendale (EV) si somma algebricamente la PFN della società oggetto di valutazione per giungere alla determinazione del valore economico del capitale di rischio (Equity Value).

Tale approccio metodologico, oltre all'individuazione di un panel di società comparabili - impresa in alcuni casi particolarmente difficile -, presuppone anche la disponibilità di dati economico-patrimoniali completi ed omogenei. L'adozione di principi contabili - o più banalmente di politiche di bilancio - differenti comporta spesso un'incoerenza nell'applicazione dei multipli impliciti espressi da tali valori economici e patrimoniali.

Nella prassi alle valorizzazioni espresse dai multipli di mercato risulta opportuno applicare un fattore correttivo (Discount Factor) per tenere conto del diverso grado di affinità con il panel di *comparable* individuati.

La principale difficoltà riscontrata nell'applicazione di tale metodo è stata l'individuazione di un panel di società effettivamente comparabili ad Eurofly, stante il suo specifico modello di business (flotta integralmente condotta in locazione operativa), le ridotte dimensioni rispetto ai *players* dello scenario competitivo di riferimento, e, non da ultimo, il particolare momento che attraversa la società alle prese con un impegnativo programma di ristrutturazione industriale.

Come rappresentato nelle tavole riepilogative contenute nelle pagine seguenti, la marcata erraticità dei risultati sottesi dall'applicazione di Multipli di Mercato Adjusted (in base ai quali il valore dell'equity di Eurofly sarebbe nullo, in presenza di risultati quasi tutti negativi) e di Multipli di Mercato non Adjusted (in base ai quali il valore attribuibile ad Eurofly sarebbe compreso tra € 2,87 e € 3,2 per azione) ha suggerito di utilizzare la metodologia in oggetto esclusivamente quale metodo di controllo, in quanto ritenuta nella fattispecie poco affidabile quale metodo di valutazione principale.

4.4 Metodo dei Multipli di Mercato

Società comparabili	Ticker	Paese	Valuta	Market Cap 28/9/07	Market Cap 2/1/08	Minorities	NFP current	Enterprise Value	Operating Lease Costs (*)	Operating Costs Capitalised	Enterprise Value Adjusted	Incidenza Operating Lease Costs
								a	b	c = b x 6	a + c	
Air France - KLM	AF FP	Francia	Euro	7.736,64	7.346,4	127,00	4.551,0	12.024,4	610,0	3.660,0	15.684,4	3%
British Airways	BAY LN	UK	GBP	4.414,63	3.574,0	200,00	991,0	4.765,0	66,0	396,0	5.161,0	1%
Lufthansa	LHA GR	Germania	Euro	9.268,67	8.394,0	59,00	-1.041,0	7.412,0	150,0	900,0	8.312,0	1%
Iberia	IBLA SM	Spagna	Euro	3.258,70	2.801,3	1,21	-2.307,4	495,2	437,8	2.626,6	3.121,8	8%
SAS	SAS SS	Svezia	SEK	18.177,25	13.735,8	0,00	3.387,0	17.122,8	3.502,0	21.012,0	38.134,8	6%
Ryanair Holding	RYA ID	Irlanda	Euro	7.481,58	6.957,9	0,00	-4,2	6.953,7	73,4	440,4	7.394,1	3%
EasyJet	EZJ LN	UK	GBP	2.196,66	2.573,1	0,00	-199,9	2.373,2	91,0	546,0	2.919,2	4%

Fonte: Bloomberg (8/1/2008)

MEDIA COMPARABLES 4%

(*) = proiezione a 12 mesi dei rental costs desunti dall'ultima trimestrale/semestrale disponibile

(**) = Operating Lease Costs 2007

Al fine di rendere quanto più possibile omogenei i *financials* delle società comparabili, per tenere conto della diversa incidenza degli Operating Lease Costs (OLC) rispetto al fatturato, si è proceduto alla loro individuazione analizzando la documentazione ufficiale disponibile (bilanci/semestrali/trimestrali).

NFP 30/9/2007	Operating Lease Costs (**)	Rental Costs Capitalised	NFP 31/12/2007 Adjusted	Incidenza Operating Lease Costs
a	b	c = b x 6	a + c	

EUROFLY 16,5 46,2 277,0 293,5 14%

L'ammontare degli OLC è stata sommata all'EBITDA al fine di ottenere un indicatore, l'EBITDAR, ritenuto dalla comunità degli analisti finanziari particolarmente significativa delle potenzialità commerciali e reddituali di un vettore aereo. Per tenere in debita considerazione la diversa propensione a tale forma di locazione operativa che, a differenza della locazione finanziaria, non presuppone l'iscrizione in bilancio di alcun impegno finanziario nei confronti del proprietario dell'aeromobile, è prassi rettificare la posizione finanziaria netta moltiplicando gli OLC per un fattore in linea con la durata media dei contratti (6/8 anni), arrivando in tal modo a definire un Enterprise Value Adjusted. **Per non penalizzare particolarmente Eurofly, la cui flotta è integralmente esercita in regime di locazione operativa, si è utilizzato un fattore di rettifica di 6 anziché di 8.**

4.4 Metodo dei Multipli di Mercato

Società comparabili	Vendite '07	EBITDAR '07	EBITDA '07	EBIT '07	E '07	EBITDAR %	EBITDA %	EBIT %	EV(adj)/Vendite '07	EV(adj)/EBITDAR '07	EV(adj)/EBIT '07	EV/Vendite '07	EV/EBITDA '07	EV/EBIT '07	P/E '07
		e + b	e												
Air France - KLM	23.995,2	3.912,6	3.302,6	1426,0	1164,7	16,3%	13,8%	5,9%	0,7x	4,0x	11,0x	0,5x	3,6x	8,4x	6,3x
British Airways	8.802,6	1.661,8	1.595,8	866,0	634,7	18,9%	18,1%	9,8%	0,6x	3,1x	6,0x	0,5x	3,0x	5,5x	5,6x
Lufthansa	22.390,7	2.795,9	2.645,9	1423,3	1364,1	12,5%	11,8%	6,4%	0,4x	3,0x	5,8x	0,3x	2,8x	5,2x	6,2x
Iberia	5.465,2	1.016,0	578,2	261,6	235,6	18,6%	10,6%	4,8%	0,6x	3,1x	11,9x	0,1x	0,9x	1,9x	11,9x
SAS	62.473,1	6.726,3	3.224,3	1652,6	1368,3	10,8%	5,2%	2,6%	0,6x	5,7x	23,1x	0,3x	5,3x	10,4x	10,0x
Ryanair Holding	2.685,9	782,1	708,7	545,9	486,0	29,1%	26,4%	20,3%	2,8x	9,5x	13,5x	2,6x	9,8x	12,7x	14,3x
EasyJet	2.076,2	384,0	293	228,3	170,6	18,5%	14,1%	11,0%	1,4x	7,6x	12,8x	1,1x	8,1x	10,4x	15,1x
MEDIANA COMPARABLES						18,5%	13,8%	6,4%	0,6x	4,0x	11,9x	0,5x	3,6x	8,4x	10,0x

Fonte: Bloomberg (8/1/2008)

Vendite '07	EBITDAR '07	EBITDA '07	EBIT '07	E '07	EBITDAR %	EBITDA %	EBIT %
-------------	-------------	------------	----------	-------	-----------	----------	--------

EUROFLY	330,6	31,6	-14,6	-21,0	-24,3	9,6%	-4,4%	-6,4%
----------------	--------------	-------------	--------------	--------------	--------------	-------------	--------------	--------------

FATTORE DI SCONTO

30%

Valore di Eurofly su MEDIANA (incluso valore "Surplus Assets" - vd. DCF)

-138 -190 -454 114 -39 -126 -156

Come si evince dalla tabella, con riferimento al 2007 tutti gli indicatori, fatta eccezione per l'EV/Vendite, sottenderebbero un valore del capitale economico di Eurofly negativo. Alla luce del positivo riscontro attualmente tributato dal mercato alla Società, si ritiene che le risultanze emergenti dall'utilizzo dei parametri illustrati non possano considerarsi significative ai fini del presente lavoro in quanto non confortati da una condivisibile logica economica.

4.4 Metodo dei Multipli di Mercato

Società comparabili	Vendite '08	EBITDAR '08	EBITDA '08	EBIT '08	E '08	EBITDAR %	EBITDA %	EBIT %	EV(adj)/Vendite '08	EV(adj)/EBITDAR '08	EV(adj)/EBIT '08	EV/Vendite '08	EV/EBITDA '08	EV/EBIT '08	P/E '08
		f + b	f												
Air France - KLM	25.164,7	4.104,3	3.494,3	1518,7	1084,7	16,3%	13,9%	6,0%	0,6x	3,8x	10,3x	0,5x	3,4x	7,9x	6,8x
British Airways	9.058,2	1.647,8	1.581,8	856,7	575,9	18,2%	17,5%	9,5%	0,6x	3,1x	6,0x	0,5x	3,0x	5,6x	6,2x
Lufthansa	24.601,0	2.935,4	2.785,4	1462,2	953,9	11,9%	11,3%	5,9%	0,3x	2,8x	5,7x	0,3x	2,7x	5,1x	8,8x
Iberia	5.565,7	926,3	488,5	282,8	233,6	16,6%	8,8%	5,1%	0,6x	3,4x	11,0x	0,1x	1,0x	1,8x	12,0x
SAS	65.049,0	8.140,4	4.638,4	3206,3	2110,0	12,5%	7,1%	4,9%	0,6x	4,7x	11,9x	0,3x	3,7x	5,3x	6,5x
Ryanair Holding	3.278,1	872,8	799,4	602,7	546,9	26,6%	24,4%	18,4%	2,3x	8,5x	12,3x	2,1x	8,7x	11,5x	12,7x
EasyJet	2.366,6	469,7	378,7	289,4	218,9	19,8%	16,0%	12,2%	1,2x	6,2x	10,1x	1,0x	6,3x	8,2x	11,8x
MEDIANA COMPARABLES						16,6%	13,9%	6,0%	0,6x	3,8x	10,3x	0,5x	3,4x	5,6x	8,8x

Fonte: Bloomberg (8/1/2008)

Vendite '08	EBITDAR '08	EBITDA '08	EBIT '08	E '08	EBITDAR %	EBITDA %	EBIT %	
EUROFLY	350,4	43,6	-3,6	-9,4	-12,4	12,4%	-1,0%	-2,7%

FATTORE DI SCONTO

30%

Valore di Eurofly su MEDIANA (incluso valore "Surplus Assets" - vd. DCF)	-135	-162	-347	115	-11	-39	-61
--	------	------	------	-----	-----	-----	-----

Come si evince dalla tabella, anche con riferimento al 2008, tutti gli indicatori, fatta eccezione per l'EV/Vendite, sottenderebbero un valore del capitale economico di Eurofly negativo. Anche in tale fattispecie, per le medesime ragioni sopra descritte, si ritengono tali risultanze tecnicamente non sostenibili ai fini valutativi e quindi non significative ai fini del presente lavoro.

Giova peraltro sottolineare come le illustrate risultanze, connesse all'applicazione dei multipli di mercato ai *financials* prospettici 2007 e 2008 di Eurofly, appare logica conseguenza del profilo reddituale ancora insoddisfacente atteso dalla stessa anche nel prossimo esercizio.

4.4 Metodo dei Multipli di Mercato

Tenuto conto del fatto che Eurofly è in fase di ristrutturazione industriale i cui effetti dovrebbero concretizzarsi nel corso del 2009 e consolidarsi nel 2010, si è proceduto con il seguente approccio metodologico.

La mediana degli indicatori desunti dall'andamento corrente delle quotazioni delle società facenti parte del campione prescelto, sia *adjusted* (EV Adj /Vendite, EV Adj /EBITDAR, EV Adj /EBIT) che non *adjusted* (EV /Vendite, EV /EBITDA, EV /EBIT, P/E), è stata applicata ai dati prospettici 2010 di Eurofly. Nell'applicazione dei multipli - sia *adjusted* che non *adjusted* - si è ritenuto opportuno applicare un fattore di sconto compreso tra il 20% (ipotesi minima) ed il 30% (ipotesi massima) al fine di tener conto delle evidenti differenze di Eurofly rispetto alle società scelte quali *comparable*, sia in termini dimensionali (*Size Discount*) che di liquidità del titolo (*Liquidity Discount*).

Il valore così ottenuto - di fatto un'ipotesi di valutazione al 31/12/2010 - è stato attualizzato al 30/09/2007 in base al WACC (ad eccezione della valutazione risultante dall'applicazione del P/E, attualizzata al Ke). E' stato poi presa in considerazione la Net Financial Position Adjusted al 30/9/2007 per l'approccio basato sui multipli *adjusted* e la NFP contabile a detta data con riferimento all'approccio basato sui multipli non *adjusted*. Agli importi così ottenuti si è sommato l'ammontare stimato dei Surplus Assets (cfr. UDCF).

Metodo dei Multipli di Mercato Adjusted

Vendite di Eurofly al 31/12/2010	397.509,1	397.509,1
MEDIANA EV Adj/Vendite 2007 Comparable	0,6x	0,6x
Fattore di sconto	30%	20%
Enterprise Value di Eurofly al 31/12/2010	169.852,9	194.117,6
WACC (reale)	8,9%	8,9%
NPV al 30/09/2007	128.921,8	147.339,2
PFN al 30/09/2007 Adjusted	293.547,0	293.547,0
Surplus assets	14.726,1	14.726,1
Valore del 100% di Eurofly	N.A.	N.A.
Valore per azione di Eurofly	N.A.	N.A.

EBITDAR di Eurofly al 31/12/2010	65.520,4	65.520,4
MEDIANA EV Adj/Ebitdar 2007 Comparable	4,0x	4,0x
Fattore di sconto	30%	20%
Enterprise Value di Eurofly al 31/12/2010	183.855,5	210.120,5
WACC (reale)	8,9%	8,9%
NPV al 30/09/2007	139.550,0	159.485,7
PFN al 30/09/2007	293.547,0	293.547,0
Surplus assets	14.726,1	14.726,1
Valore del 100% di Eurofly	N.A.	N.A.
Valore per azione di Eurofly	N.A.	N.A.

EBIT di Eurofly al 31/12/2010	8.325,7	8.325,7
MEDIANA EV Adj/Ebit 2007 Comparable	11,9x	11,9x
Fattore di sconto	30%	20%
Enterprise Value di Eurofly al 31/12/2010	69.548,1	79.483,5
WACC (reale)	8,9%	8,9%
NPV al 30/09/2007	52.788,4	60.329,6
PFN al 30/09/2007	293.547,0	293.547,0
Surplus assets	14.726,1	14.726,1
Valore del 100% di Eurofly	N.A.	N.A.
Valore per azione di Eurofly	N.A.	N.A.

L'approccio valutativo basato sull'utilizzo dei Multipli di Mercato Adjusted sui dati prospettici 2010 non ha fornito utili indicazioni in quanto in tutti i casi i valori attribuibili al capitale di Eurofly sono negativi, fatto che appare logicamente inaccettabile e contraddetto non solo dalla valorizzazione oggi riconosciuta alla Società dal mercato, ma anche dalle risultanze della metodologia finanziaria.

4.4 Metodo dei Multipli di Mercato

Metodo dei Multipli di Mercato non Adjusted

Vendite di Eurofly al 31/12/2010	397.509,1	397.509,1
MEDIANA EV/Vendite 2007 Comparable	0,5x	0,5x
Fattore di sconto	30%	20%
Enterprise Value di Eurofly al 31/12/2010	139.438,6	159.358,4
WACC (reale)	8,9%	8,9%
NPV al 30/09/2007	105.836,7	120.956,3
PFN al 30/09/2007	16.545,0	16.545,0
Surplus assets	14.726,1	14.726,1
Valore del 100% di Eurofly	104.017,8	119.137,3
Valore per azione di Eurofly	€ 7,79	€ 8,92

EBITDA di Eurofly al 31/12/2010	13.399,3	13.399,3
MEDIANA EV/Ebitda 2007 Comparable	3,6x	3,6x
Fattore di sconto	30%	20%
Enterprise Value di Eurofly al 31/12/2010	34.149,8	39.028,3
WACC (reale)	8,9%	8,9%
NPV al 30/09/2007	25.920,4	29.623,3
PFN al 30/09/2007	16.545,0	16.545,0
Surplus assets	14.726,1	14.726,1
Valore del 100% di Eurofly	24.101,4	27.804,3
Valore per azione di Eurofly	€ 1,80	€ 2,08

EBIT di Eurofly al 31/12/2010	8.325,7	8.325,7
MEDIANA EV/Ebit 2007 Comparable	8,4x	8,4x
Fattore di sconto	30%	20%
Enterprise Value di Eurofly al 31/12/2010	49.142,7	56.163,1
WACC (reale)	8,9%	8,9%
NPV al 30/09/2007	37.300,3	42.629,0
PFN al 30/09/2007	16.545,0	16.545,0
Surplus assets	14.726,1	14.726,1
Valore del 100% di Eurofly	35.481,4	40.810,0
Valore per azione di Eurofly	€ 2,79	€ 3,19

Risultato di esercizio di Eurofly al 31/12/2010	5.008,5	5.008,5
MEDIANA P/E 2007 Comparable	10,0x	10,0x
Fattore di sconto	30%	20%
Equity Value Eurofly al 31/12/2010	35.195,0	40.222,8
Ke (reale)	11,7%	11,7%
NPV al 30/09/2007	24.533,0	28.037,7
Surplus assets	14.726,1	14.726,1
Valore del 100% di Eurofly	39.259,1	42.763,8
Valore per azione di Eurofly	€ 2,94	€ 3,20

Riepilogo risultati		
	MIN	MAX
ex EV/Vendite	€ 7,79	€ 8,92
ex EV/Ebitda	€ 1,80	€ 2,08
ex EV/Ebit	€ 2,79	€ 3,19
ex P/E	€ 2,94	€ 3,20
MEDIANA	€ 2,87	€ 3,20

L'approccio valutativo basato sull'utilizzo dei Multipli di Mercato non Adjusted sui dati prospettici 2010 evidenzia una sostanziale equivalenza dei risultati desumibili dall'applicazione dei multipli dell'EBIT e del risultato netto. Evidenti gli scostamenti in caso di utilizzo di multipli dell'EBITDA e delle vendite, questi ultimi economicamente privi di logica e in aperto contrasto con gli altri indicatori.

La mediana dei risultati ottenuti evidenzia un range valutativo per azione compreso tra € 2,87 (in ipotesi di un Discount Factor del 20%) ed € 3,20 (Discount Factor del 30%).

4.5 Metodo delle Transazioni Comparabili

Descrizione del metodo e limiti applicativi

Il metodo delle transazioni comparabili utilizza quale parametro valutativo di riferimento il prezzo espresso da transazioni (M&A) concluse che hanno coinvolto società comparabili per modello di business o settore di appartenenza.

I prezzi sottesi dalle transazioni, alla stregua dei prezzi del mercato borsistico, esprimono multipli impliciti di valorizzazione dei parametri economici e finanziari delle società oggetto della transazione.

L'applicazione di tali multipli di valorizzazione ai fondamentali dell'azienda oggetto di valutazione consente di ottenere un'indicazione del possibile apprezzamento da parte di eventuali soggetti di natura prettamente industriale.

Giova sottolineare come nell'analisi delle transazioni in esame si debbano distinguere quelle aventi ad oggetto quote di minoranza da quelle relative a pacchetti di maggioranza in quanto, in quest'ultimo caso, i prezzi sono normalmente più elevati riflettendo premi di controllo della società.

Tale approccio valutativo risente dei limiti applicativi tipici del Metodo dei Multipli di Mercato. Elemento di ulteriore debolezza di questo metodo è che esso fa riferimento a multipli che non sottendono "valori" ma "prezzi, e dunque inevitabilmente influenzati da circostanze specifiche della transazione che non è possibile enucleare dal valore complessivo.

Risultati dell'analisi

Tenendo presente le considerazioni anzi descritte, si riepilogano di seguito i parametri enucleati relativi alle transazioni intervenute nel corso degli ultimi due anni:

Date	Target	Bidder	Quota %	Divisa	Prices (€ Mio)		Data Reference Date	Financials (€ Mio)				Multipli			
					Equity Value	EV		Sales	Ebitda	Ebit	E	EV/Sales	EV/Ebitda	EV/Ebit	P/E
13/12/2007 (*)	JetBlue Airways Corp.	Lufthansa AG	19%	Euro	1.098,2	2.999,2	year ending 31/12/06	1.790,3	212,9	96,2	-0,8	1,68x	14,09x	31,17x	n.a.
25-ott-07	GB Airways	EasyJet plc	100%	Euro	148,2	187,3	year ending 31/3/07	369,0	17,6	8,0	2,0	0,51x	10,63x	23,50x	74,87x
20 sett 07 (*)	Condor Flugdienst GmbH	Air Berlin Plc	29,99%	Euro	500,0	500,0	2006	1.242,0	140,0	38,0		0,40x	3,57x	13,16x	n.a.
21-dic-06	Aer Lingus Plc	Ryanair H. Inc	84,00%	Euro	1.481,2	1.531,7	year ending 31/12/05	883,0	139,0	72,4	72,4	1,73x	11,02x	21,15x	20,47x

Fonte: Mergermarket (periodo della ricerca: 1/1/2006 - 8/1/2008)

(*): data dell'annuncio essendo l'operazione ancora in fase di esecuzione

Media	1,1x	9,8x	22,2x	47,7x
Mediana	1,1x	10,8x	22,3x	47,7x

4.5 Metodo delle Transazioni Comparabili

a) Acquisizione di una quota di partecipazione pari al 19% nella JetBlue Airways Corp. da parte di Lufthansa Ag.

Operazione ancora in itinere essendo soggetta ad analisi e nulla-osta da parte delle Autorità competenti. I moltiplicatori impliciti anzi riportati, riferiti ai financials 2006 della target, appaiono difficilmente utilizzabili ai fini di interesse tenuto conto i) della diversa dimensione della target rispetto ad Eurofly, ii) della notevole differenza rispetto agli analoghi moltiplicatori espressi dal panel dei comparables da noi presi in considerazione (si sottolinea al riguardo come, nonostante abbia ad oggetto una quota di minoranza, il prezzo corrisposto dall'acquirente rifletta la valenza strategica da questi associata all'acquisizione a presidio della propria quota sul mercato statunitense).

b) Acquisizione di GB Airways Ltd. da parte di EasyJet Plc.

Più utili al nostro scopo sarebbero le risultanze relative alla transazione in esame avente ad oggetto l'acquisizione dell'intero capitale sociale della GB Airways Ltd., più vicina per dimensione a Eurofly, pur adottando un modello di business probabilmente diverso da quest'ultima (operatività in regime di franchise agreement con British Airways). Anche in tal caso gli elevati moltiplicatori impliciti riflettono la valenza strategica in ordine alle opportunità di business offerte dall'acquisizione sul mercato domestico (possibilità per l'acquirente di presidiare il 24% degli slots dell'aeroporto di Gatwick). Per le ragioni anzidette anche tali indicatori appaiono poco utilizzabili ai fini della valutazione di Eurofly.

c) Acquisizione di una quota pari al 29,99% della Condor Flugdienst GmbH da parte della Air Berlin Plc.

L'operazione, tuttora in fase di esecuzione e parte di un progetto più ampio teso al completo smobilizzo della partecipazione (75,1%) attualmente detenuta dal venditore (Thomas Group Group Plc) entro febbraio 2009, prevede un regolamento parte in denaro e parte in azioni dell'acquirente. Ai financials 2006 espressi dalla target, attiva nel comparto dei vettori low-cost, i valori della transazione resi pubblici dall'acquirente esprimerebbero i parametri sopra indicati, la cui fruibilità ai fini di interesse appare di dubbia significatività per le medesime considerazioni esposte sub a).

d) Acquisizione di Aer Lingus Plc da parte di Ryanair Holding Inc.

OPA condotta dal vettore low-cost irlandese, al tempo già detentore nella target di una quota di partecipazione pari al 16%, con l'obiettivo di delistare la società conservandone il brand e gli slots di Heathrow. I moltiplicatori dell'acquisizione, oltre a riflettere il premio per il controllo della target, scontano anche la buona redditività della target e la valenza strategica dell'acquisizione (eliminazione di un concorrente sul mercato domestico).

Considerazioni conclusive

Le considerazioni sopra esposte, unitamente all'indisponibilità di parametri debitamente "normalizzati" per tenere conto delle diverse combinazioni riguardanti le rispettive flotte (aerei di proprietà v/s aerei in leasing), rendono potenzialmente fuorviante l'utilizzo dei parametri sopra riportati nell'ambito del presente lavoro.

Il Business Plan 2008 - 2010

Il Piano 2008-2010 (di seguito "Piano"), approvato dal CdA della Società in data 28 giugno 2007, modificato in data 12 settembre 2007 e aggiornato in data 27 ottobre 2007 ed utilizzato quale base di riferimento della valutazione, traduce la strategia di orientamento allo sviluppo del business previo riposizionamento della compagnia da vettore charter a vettore misto, da perseguirsi mediante l'integrazione con Meridiana grazie alla quale dovrebbe essere assicurata ad un tempo la crescita dei ricavi e l'ottimizzazione dei costi.

Sotto il primo aspetto - sviluppo dei ricavi - le politiche identificate dal Management per conseguire le sinergie commerciali ritraibili dall'integrazione prevedono i) l'integrazione dei voli di linea, ii) l'unificazione dei siti web, iii) l'integrazione dei canali di vendita da raggiungersi attraverso comuni presidi distributivi (rete commerciale e canale di vendita on line). A questi interventi si aggiunge il potenziamento dell'attività di lungo raggio attraverso l'avvio di nuovi collegamenti o l'intensificazione di collegamenti esistenti (da e verso gli Stati Uniti).

Sotto il secondo aspetto - riduzione dei costi - il Piano recepisce una serie di misure tese all'efficientamento della struttura organizzativa, delle operazioni di manutenzione agli aeromobili e dei servizi resi alla clientela (catering ed assistenza a terra), nonché alla migliore gestione del personale.

Si riassumono di seguito le principali assunzioni del business plan: → **Strategie di Ricavo**

Medio Raggio	Lungo Raggio
<ul style="list-style-type: none">• Progressivo spostamento di capacità produttiva da attività <i>charter</i> ad attività <i>linea</i> (da nov 2007: avvio voli Mi-Lin / Napoli, Mi-Lin / Catania; da nov 2008: avvio altri voli linea)• Più ottimale utilizzo degli slot posseduti su Linate• Sviluppo dell'attività charter con maggiore selezione dei <i>tour operators</i>, delle rotte servite e delle basi di partenza (focus su Malpensa e SSh)• Ricorso a Wet Lease per fronteggiare i picchi di domanda	<ul style="list-style-type: none">• Destagionalizzazione dei flussi e rafforzamento dei collegamenti Italia – New York• Prosecuzione avviamento dei collegamenti verso le Mauritius (piena resa nel 2010)• Rotazione degli aeromobili e degli equipaggi più semplificata



Incremento di Ricavi e Marginalità (a parità di flotta: 12 aeromobili)

Fattori di Rischio → Prezzo Carburante / Dinamica Tassi di Cambio e di Interesse

Il Business Plan 2008 - 2010

Sul fronte della struttura di costo il Piano recepisce le seguenti assunzioni: → **Strategie di Costo**

- **Servizi di Catering:** a pagamento su tutta la rete dei collegamenti a medio raggio (ad eccezione di quelli per l'Egitto); miglioramento del servizio in business class e semplificazione dello stesso in classe economica (a pagamento bevande ed extra) sui collegamenti a lungo raggio.
- **Sistemi Informativi:** integrazione piattaforme IT
- **Servizi a terra:** maggiore presidio operativo di alcuni scali ed integrazione del *Ground Operations Control* (7 gg su 7, 24 ore al giorno)
- **Personale:** allungamento di ulteriori 12 mesi dell'Accordo di Solidarietà 2007 – 2009 e blocco dei rinnovi contrattuali

Si riassume di seguito la dinamica assunta da alcune variabili nel periodo di Piano:

		<u>2008</u>	<u>2009</u>	<u>2010</u>
Tasso di Cambio	(€ / Usd)	1,415	1,400	1,400
Var. Ricavo Unitario Medio (Voli Linea):				
- Medio Raggio		+ 16,9%	- 0,2%	+ 1,5%
- Lungo Raggio		+ 9,9%	+ 0,2%	+ 3,8%
Load Factor:				
- Medio Raggio		68%	65%	65%
- Lungo Raggio		73%	74%	74%
Var. Proventi per ora Volo (Voli Charter)				
- Medio Raggio		+ 4,8%	+ 3,7%	+ 1,4%
- Lungo Raggio		+ 2,0%	+ 5,0%	+ 1,6%
Costo Carburante	\$ / t metrica	706	700	700
(indice Jet Aviation Fuel - Fob Med)				

La **Struttura Finanziaria** riflessa nel Piano, oltre a scontare la dismissione dell'immobile di proprietà (Euro 7,5 milioni) e la contestuale estinzione del finanziamento ad esso correlato (residuante in Euro 3,8 milioni), recepisce gli effetti del programma di ricapitalizzazione dell'Azienda limitatamente agli apporti relativi dell'azionista Meridiana (Euro 12,2 milioni in denaro, Euro 8 milioni mediante conferimento in natura del 50% del capitale di WK e Same).

Il Business Plan 2008 - 2010

CONTO ECONOMICO		2007	2007 (*)	2008	2009	2010
(€ '000)						
RICAVI LORDI		334.040	330.598	355.093	388.484	400.726
		100%	100%	100%	100%	100%
	variazione %	+ 16,4%	- 1,0%	+ 7,4%	+ 9,4%	+ 3,2%
Ricavi netti		324.358	322.796	343.392	374.050	386.022
		97,10%	97,64%	96,70%	96,28%	96,33%
EBIT		(19.556)	(20.993)	(4.961)	3.651	11.531
		-5,9%	-6,4%	-1,4%	0,9%	2,9%
Totale Oneri Finanziari		(2.663)		(1.315)	(952)	(802)
EBT		(22.219)	(22.563)	(6.276)	2.699	10.729
		-6,7%	-6,8%	-1,8%	0,7%	2,7%
Imposte di Esercizio		(2.036)	(1.442)	(1.803)	(2.247)	(2.651)
Risultato delle attività discontinue (*)			(250)			
RISULTATO NETTO		(24.255)	(24.255)	(8.079)	452	8.078
		-7,3%	-7,3%	-2,3%	0,1%	2,0%
EBITDA		(13.157)	(14.593)	865	8.781	16.605
		-3,9%	-4,4%	0,2%	2,3%	4,1%
Leasing operativi		47.885	46.167	47.179	49.755	52.121
EBITDAR		34.728	31.574	48.043	58.536	68.726
		10,4%	9,6%	13,5%	15,1%	17,2%

(*) risultato dell'Airbus 319 alienato in corso d'esercizio

Il Business Plan 2008 - 2010

CAPITALE INVESTITO (Euro'000)	30/09/07	2007	2008	2009	2010
C.C.N.	-5.859	-11.102	-13.898	-18.766	-17.929
Immobilizzazioni Materiali	19.915	19.388	10.745	10.354	10.133
Immobilizzazioni Immateriali	2.902	2.585	2.119	2.109	2.346
Immobilizzazioni Finanziarie	<u>11.144</u>	<u>11.144</u>	<u>19.144</u>	<u>19.144</u>	<u>19.144</u>
Totale Immobilizzazioni	33.962	33.118	32.008	31.608	31.623
Imposte Anticipate	5.228	5.228	5.228	5.228	5.228
Fondo Phase Out	-5.407	-5.407	-5.543	-5.680	-5.680
Fondo TFR	-3.580	-3.845	-4.794	-5.575	-6.226
Altri Fondi	-1.532	-1.674	-2.378	-2.415	-3.159
Capitale Investito Netto	22.812	16.318	10.622	4.400	3.857
P.F.N.	16.545	11.720	6.103	-570	-9.191
P.N.	6.267	4.598	4.519	4.971	13.049
Totale Fonti di Copertura	22.812	16.318	10.622	4.400	3.857

Il Business Plan 2008 - 2010

Identificazione dell'apporto sinergico derivante dall'integrazione con WK e Same

Il Piano è stato sviluppato ipotizzando che, a partire dal mese di aprile 2008, WK e Same contribuiscano alla struttura dei ricavi e costi di Piano sulla base di contratti di distribuzione da stipularsi a condizioni economiche equivalenti a quelle che le menzionate società hanno nei confronti di Meridiana.

In particolare, l'effetto dell'integrazione nel modello distributivo di Eurofly delle due partecipazioni conferite da Meridiana viene ipotizzato gravare interamente sulla attività di linea determinando:

- un incremento dei passeggeri e quindi dei ricavi complessivi delle attività di linea di medio e lungo raggio, a parità di yield generato sia dalla rete Same che dal portale WK;
- una riduzione del costo di distribuzione della linea per effetto del fatto che le condizioni contrattuali di Same sono migliori di quelle in essere con il GSA in fase di sostituzione; non sono ipotizzati, per contro, particolari risparmi di costi distributivi dall'utilizzo del portale WK.

Al fine di identificare quindi l'impatto sui risultati di Piano della mancata integrazione di Same e WK nel sistema distributivo di Eurofly, e quindi di quantificare le relative sinergie si è proceduto a stimare:

- la riduzione dei ricavi di linea derivante dal mancato utilizzo delle reti e dalla conseguente riduzione dei passeggeri / yield (quest'ultima come misura commerciale tesa a controbilanciare la riduzione dei passeggeri);
- l'effetto sui costi di distribuzione della sostituzione della sola Same con il GSA in fase di sostituzione;
- l'effetto sui costi operativi della riduzione dei costi variabili di catering, crs e riprotezione ed assicurazione derivante dalla diminuzione dei passeggeri trasportati.

Attraverso un modello di simulazione il *management* di Eurofly ha effettuato un'analisi di sensitività per quantificare l'impatto delle reti distributive di Same e WK sui ricavi e sui margini della Società.

Le variabili considerate per l'analisi sono state: per Same, numero passeggeri trasportati e yield; per WK, numero di passeggeri trasportati.

SAME	2008	2009	2010
Caso 1			
Riduzione pax	-20%	-15%	-10%
Riduzione yield	-15%	-10%	-5%
Impatto su EBIT / Cassa	-8.866.338	-9.609.060	-5.989.073
Caso 2			
Riduzione pax	-15%	-10%	-5%
Riduzione yield	-10%	-5%	-5%
Impatto su EBIT / Cassa	-6.566.030	-6.023.878	-4.187.883
Caso 3			
Riduzione pax	-10%	-5%	-5%
Riduzione yield	-5%	-5%	0%
Impatto su EBIT / Cassa	-4.123.499	-4.209.715	-2.216.924

WOKITA	2008	2009	2010
Caso 1			
Riduzione pax	-80%	-80%	-80%
Impatto su EBIT / Cassa	-478.316	-955.560	-1.317.307
Caso 2			
Riduzione pax	-70%	-70%	-70%
Impatto su EBIT / Cassa	-418.385	-836.012	-1.152.536
Caso 3			
Riduzione pax	-60%	-60%	-60%
Impatto su EBIT / Cassa	-358.455	-716.463	-987.765

Efibanca ha valutato gli impatti sul Piano basandosi esclusivamente sul Caso 3 ritenendo i Casi 1 e 2 particolarmente penalizzanti per Eurofly

Il Business Plan 2008 - 2010

CONTO ECONOMICO (€ '000)	Con sinergie Same Italy e Wokita			Senza sinergie Same Italy e Wokita		
	2008	2009	2010	2008	2009	2010
RICAVI LORDI	355.093	388.484	400.726	350.414	383.488	397.509
	100%	100%	100%	100%	100%	100%
variazione %	+ 7,4%	+ 9,4%	+ 3,2%	+ 6,0%	+ 9,4%	+ 3,7%
Ricavi netti	343.392	374.050	386.022	338.735	369.005	382.687
	96,70%	96,28%	96,33%	96,67%	96,22%	96,27%
EBIT	(4.961)	3.651	11.531	(9.443)	(1.275)	8.326
	-1,4%	0,9%	2,9%	-2,7%	-0,3%	2,1%
Totale Oneri Finanziari	(1.315)	(952)	(802)			
EBT	(6.276)	2.699	10.729	(10.758)	(2.227)	7.524
	-1,8%	0,7%	2,7%	-3,1%	-0,6%	1,9%
Imposte di Esercizio	(1.803)	(2.247)	(2.651)			
Risultato delle attività discontinue (*)						
RISULTATO NETTO	(8.079)	452	8.078	(12.371)	(4.265)	5.009
	-2,3%	0,1%	2,0%	-3,5%	-1,1%	1,3%
EBITDA	865	8.781	16.605	(3.618)	3.855	13.399
	0,2%	2,3%	4,1%	-1,0%	1,0%	3,4%
Leasing operativi	47.179	49.755	52.121			
EBITDAR	48.043	58.536	68.726	43.561	53.609	65.520
	13,5%	15,1%	17,2%	12,4%	14,0%	16,5%

Aumento di Capitale con Conferimento in Natura

ADDENDUM AL DOCUMENTO DEL 10/1/2008

Determinazione del Valore Economico
del Capitale Sociale di



eurofly



EFIBANCA

Corporate Finance

16 gennaio 2008

Il presente documento (il “Documento”), predisposto da Efibanca S.p.A. (“Efibanca”) nell’ambito dell’incarico professionale conferitole dal Consiglio di Amministrazione di Eurofly S.p.A. (“Destinatario”) in data 10 ottobre 2007, illustra i criteri adottati per addivenire ad una stima del valore economico del capitale sociale di Eurofly S.p.A. (di seguito anche “Società”).

Il Documento costituisce esclusivamente un supporto informativo ad uso interno ed esclusivo del Destinatario che potrà utilizzarlo al fine di giungere ad una autonoma deliberazione sulla proposta di aumento di capitale sociale, con esclusione del diritto di opzione, da liberarsi mediante conferimento in natura da parte dell’azionista Meridiana S.p.A. da sottoporre prossimamente all’Assemblea dei Soci.

L’analisi e ogni considerazione illustrata da Efibanca nel Documento si basa su ipotesi, informazioni, dati, documenti e notizie (“Informazioni”) fornite ad Efibanca da Eurofly direttamente o per il tramite dei suoi consulenti. Non essendo dette Informazioni state oggetto di autonoma verifica da parte di Efibanca, quest’ultima non presta alcuna garanzia circa l’accuratezza, la completezza e la veridicità tanto delle Informazioni quanto delle conseguenti opinioni, analisi e rielaborazioni contenute nel Documento, così declinando espressamente ogni responsabilità derivante da inesattezze ed omissioni ovvero da variazioni degli elementi informativi intervenute successivamente alla consegna dello stesso.

Il Documento e tutte le informazioni nello stesso contenute sono strettamente riservate e confidenziali e pertanto devono essere utilizzate dal Destinatario solo in relazione allo scopo per cui sono state predisposte.

Il Documento non potrà essere fotocopiato, riprodotto o consegnato a terzi in tutto o in parte, né potranno essere realizzati estratti e/o sintesi; non potranno, inoltre, essere effettuati riferimenti in altri documenti alle informazioni in esso contenute senza l’autorizzazione di Efibanca.

- L'analisi in esame costituisce un addendum al documento licenziato da Efibanca il 10 gennaio u.s., denominato "Aumento di Capitale con Conferimento in Natura – Determinazione del Valore Economico di Eurofly" (di seguito "Documento").
- Il Documento è stato commissionato ad Efibanca dal Consiglio di Amministrazione ("CdA" o "Committente") della Eurofly S.p.A. (di seguito "Eurofly" o "Società") nell'ambito degli adempimenti ex art. 2441, quarto e sesto comma del Codice Civile, ed in conformità all'articolo 70, comma 3, del Regolamento Emittenti ("Informazioni su operazioni straordinarie") nonché all'Allegato 3A dello stesso Regolamento ("Relazione illustrativa dell'organo amministrativo per l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare operazioni di modifica del capitale sociale e/o di emissione di obbligazioni"), in virtù dei quali le proposte di aumento di capitale sociale da liberarsi mediante conferimento in natura devono essere illustrate dagli amministratori con apposita relazione dalla quale devono risultare le ragioni dell'operazione e i criteri adottati per la determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni.
- Le risultanze del Documento, che sulla base del corredo informativo alla data del 10 gennaio u.s. quantificavano il valore economico di Eurofly in Euro 36.602 migliaia corrispondente ad un valore per azione di Euro 2,74, sono state illustrate da Efibanca nel corso del CdA della Società tenuto il 16 gennaio u.s. e da questo acquisite nell'ambito del processo che, in totale autonomia, ha portato lo stesso alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni a servizio del ricordato aumento di capitale sulla base di una valorizzazione della Società di Euro 40.066 migliaia corrispondente ad un valore per azione di Euro 3,00.
- Essendo maturata l'ipotesi di una definizione transattiva del contenzioso in essere con il fornitore Airbus (problematica ampiamente descritta nel Documento e fonte di un beneficio latente - *surplus assets* - quantificato nel Documento in Euro 2,6 milioni), stante l'impatto delle migliori condizioni negoziate dalla Società, il CdA ha chiesto ad Efibanca di produrre un Addendum del Documento finalizzato a quantificare detto impatto e l'effetto da questo prodotto sul valore per azione rispetto a quello contenuto nel Documento.
- Di seguito si riportano gli effetti sulla valutazione del capitale economico di Eurofly sottesi dall'ipotesi di accordo con Airbus.

		Valore Economico	Valore Unitario
		<u>Euro '000</u>	
Documento 10/1/08	a	36.602	€ 2,741
Addendum 16/1/08	b	37.337	€ 2,796
Delta	b - a	735	€ 0,055

Premessa

In data 30 dicembre 2005 la Società firmò con Airbus un contratto avente ad oggetto la fornitura di tre aeromobili di lungo raggio A350 con consegne previste nel 2013 e 2014 a fronte del quale venne corrisposto un primo acconto di Usd 5,7 milioni (Euro 4,9 milioni ai cambi dell'epoca). Nel 2006 Airbus avviò lo studio di una nuova versione di tale aeromobile, migliore sotto il profilo tecnologico, ma con tempi di consegna più lunghi di circa 24 mesi rispetto agli accordi. In attesa di definire i termini di un nuovo accordo Eurofly concordò la sospensione del pagamento dei successivi acconti previsti contrattualmente, tenendo iscritto in bilancio il proprio credito per l'importo (in Euro) sopra ricordato.

L'Accordo Transattivo

La Società ha negoziato con la controparte un accordo transattivo che prevede a beneficio di Eurofly:

- a. il versamento a pronti di un importo pari a Usd 2,8 milioni (Euro 1,9 al cambio attuale - Usd/Euro = 1,4886), corrispondente al credito attualmente residuante (rispetto alla posizione di originari Usd 5,7 milioni) dopo la retrocessione al committente dei cd. contributi allo sviluppo della flotta (sostanzialmente forme di supporto finanziario praticate dai fornitori al fine di incentivare gli investimenti da parte dei vettori aerei);
- b. il riconoscimento a titolo di penale per la mancata fornitura dei tre aeromobili di complessivi Usd 6 milioni da utilizzarsi per l'acquisto di beni e servizi;
- c. il riconoscimento di uno sconto pari ad ulteriori Usd 2 milioni a valere sull'acquisto dei primi tre velivoli A330 eventualmente acquistati da Eurofly nel 2008 (venendo meno tale ultimo beneficio in caso di mancato acquisto nel corso dell'esercizio in corso).

L'Impatto sulla Valutazione dei Surplus Asstes

Nel Documento il credito di originari € 4,9 milioni (corrispondenti a Usd 5,7 milioni) veniva valorizzato assumendone il recupero in 10 anni a partire dal 2010 (ipotesi del *management*), mediante l'attualizzazione dell'importo ad un tasso pari al Wacc, ciò comportando una valorizzazione del credito pari ad Euro 2,6 milioni.

A seguito dell'accordo transattivo la posizione creditoria è stata valorizzata mediante attualizzazione (tasso pari al Wacc)

- i) dell'importo sub a. ipotizzandone l'incasso nel mese di febbraio 2008;
- ii) dell'importo sub b. assumendone un recupero in 10 anni a partire dall'esercizio 2009.

1. La transazione con Airbus: impatto sulla valutazione

Come appare evidente dalla tabella di seguito riportata, la composizione transattiva del contenzioso Airbus ha comportato per la Società un beneficio, riflesso nella valorizzazione dei suoi *surplus assets*, quantificabile in valore attuale nell'ordine di **Euro 1,6 milioni**:

Contenzioso Airbus: valorizzazione degli acconti versati

UNLEVERED DISCOUNTED CASH FLOW		(Euro '000)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	totale
<i>Ipotesi Transattiva (Addendum)</i>															
Tasso Cambio (15/1/2008)	Usd/Euro	1,4886	Euro												
- Pagamento Cash	Usd	2.815.562	1.891.416	1.891											1.891
- Credito Finanziario	Usd	6.000.000	4.030.633	403	403	403	403	403	403	403	403	403	403	403	4.031
		8.815.562	5.922.049	1.891	403	403	403	403	403	403	403	403	403	0	5.922
	anni attualizzazione		0,42	2,25	3,25	4,25	5,25	6,25	7,25	8,25	9,25	10,25	11,25	12,25	
NPV (Ipotesi Transattiva)			1.826	333	306	281	258	237	218	200	184	169	155	0	4.166 A
<i>Ipotesi Transattiva (Documento)</i>															
			Euro												
	anni attualizzazione	4.870.000		487	487	487	487	487	487	487	487	487	487	487	4.870
				3,25	4,25	5,25	6,25	7,25	8,25	9,25	10,25	11,25	12,25		
NPV (Ipotesi Documento)				370	340	312	287	263	242	222	204	188	172	0	2.601 B
															Delta 1.566 A - B

1. La transazione con Airbus: impatto sulla valutazione

Avendo riguardo alla griglia dei valori assunti per la determinazione del valore economico di Eurofly, le due differenti ipotesi anzi descritte modificano il quadro di riferimento nei termini sotto riportati:

	Valore attribuito al 100% del capitale			Valore economico per azione		
	Minimo (Euro/000)	Massimo (Euro/000)	Media (Euro/000)	Minimo	Massimo	Media
	a	b	(a+b)/2	a	b	(a+b)/2
Metodi di valutazione						
1. Unlevered Discounted Cash Flow Analysis	31.687	36.352	34.020	€ 2,37	€ 2,72	€ 2,547
2. Media dei prezzi di Borsa ultimo semestre (al 9/1)	38.205	40.162	39.184	€ 2,86	€ 3,01	€ 2,934
Media dei risultati ottenuti			36.602			€ 2,741
Metodi di controllo						
Metodo dei Multipli di Mercato Adjusted	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Metodo dei Multipli di Mercato non Adjusted (su mediana)	38.265	42.679	40.472	€ 2,87	€ 3,20	€ 3,03

Documento
10/1/2008

	Valore attribuito al 100% del capitale			Valore economico per azione		
	Minimo (Euro/000)	Massimo (Euro/000)	Media (Euro/000)	Minimo	Massimo	Media
	a	b	(a+b)/2	a	b	(a+b)/2
Metodi di valutazione						
1. Unlevered Discounted Cash Flow Analysis	33.168	37.813	35.491	€ 2,48	€ 2,83	€ 2,657
2. Media dei prezzi di Borsa ultimo semestre (al 9/1)	38.205	40.162	39.184	€ 2,86	€ 3,01	€ 2,934
Media dei risultati ottenuti			37.337			€ 2,796
Metodi di controllo						
Metodo dei Multipli di Mercato Adjusted	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.
Metodo dei Multipli di Mercato non Adjusted (su mediana)	39.073	43.491	41.282	€ 2,93	€ 3,26	€ 3,09

Addendum
16/1/2008