

Le seguenti tabelle mostrano la variazione del valore del capitale economico e del valore per azione al variare del tasso di attualizzazione (*WACC*) e del tasso di crescita perpetua (*g*):

€/000		EQUITY VALUE				
		WACC				
57.344		9,88%	10,13%	10,38%	10,63%	10,88%
GROWTH RATE	-1,00%	58.177	56.129	54.175	52.307	50.520
	-0,50%	59.907	57.746	55.687	53.723	51.848
	0,00%	61.811	59.521	57.344	55.272	53.298
	0,50%	63.919	61.481	59.170	56.974	54.887
	1,00%	66.263	63.656	61.190	58.853	56.637

€		VALORE PER AZIONE				
		WACC				
0,1616		9,88%	10,13%	10,38%	10,63%	10,88%
GROWTH RATE	-1,00%	0,1640	0,1582	0,1527	0,1474	0,1424
	-0,50%	0,1688	0,1628	0,1570	0,1514	0,1461
	0,00%	0,1742	0,1678	0,1616	0,1558	0,1502
	0,50%	0,1802	0,1733	0,1668	0,1606	0,1547
	1,00%	0,1868	0,1794	0,1725	0,1659	0,1596

Il valore del capitale economico di Eurofly determinato dagli Amministratori, con il supporto dell'*Advisor* Finanziario, risulta quindi compreso tra Euro 53,72 milioni ed Euro 61,48 milioni, corrispondenti ad un intervallo di valori per azione compreso tra Euro 0,1514 ed Euro 0,1733.

5.3 Metodo di Controllo - Prezzi di Borsa

Come indicato dagli Amministratori, i prezzi di borsa forniscono una valorizzazione empirica e diretta del capitale economico della Società.

Nella fattispecie, secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, i prezzi di borsa offrono una sufficiente approssimazione del valore della Società, data la relativa liquidità del titolo evidenziata dai seguenti dati:

- Flottante superiore al 40%;
- Controvalore medio giornaliero degli scambi (agli ultimi prezzi) degli ultimi 6 mesi e dell'ultimo anno rispettivamente oltre Euro 0,81 milioni (pari a circa il 3,7% del flottante medio di periodo) e oltre 0,71 milioni (pari a circa il 3,2% del flottante medio di periodo);
- *Turnover Velocity* annualizzata degli ultimi sei mesi pari a 4,1x e per l'ultimo anno pari a 3,8x.

In particolare, con riferimento a tale metodo, gli Amministratori – tenendo conto altresì di quanto indicato dal sesto comma dell'art. 2441 del Codice Civile – hanno fatto proprie le valutazioni dell'*Advisor* Finanziario ed hanno ritenuto di prendere in considerazione la media aritmetica semplice e ponderata per i volumi negoziati degli ultimi prezzi. I periodi considerati dagli Amministratori sono stati i sei mesi antecedenti il 17 novembre 2009 (data prossima all'approvazione della Relazione degli Amministratori), come indicato dalla normativa poc' anzi richiamata, nonché l'anno antecedente la medesima data, ritenuto più significativo, in quanto composto da un maggior numero di osservazioni.

La tabella seguente mostra il variare del valore del capitale economico di Eurofly al variare del metodo e periodo di calcolo del prezzo di mercato.

Periodo	Prezzo Medio €	Capitalizzazione @ Prezzo Medio € Mln	Prezzo Medio Ponderato €	Capitalizzazione @ Prezzo Medio Ponderato € Mln
1 mese	0,1590	56,39	0,1589	56,39
3 mesi	0,1660	58,90	0,1720	61,02
6 mesi	0,1731	61,40	0,1882	66,77
1 anno	0,1528	54,23	0,1542	54,71

	Ultimo Prezzo €	Capitalizzazione € Mln
17/11/2009	0,1578	55,99

Dalla Relazione degli Amministratori emerge che l'applicazione del citato metodo di controllo da parte degli Amministratori ha portato ad individuare un valore unitario dell'azione Eurofly ricompreso nell'intervallo tra Euro 0,1528 per azione (pari al prezzo medio nell'ultimo anno - valore minimo) ed Euro 0,1882 per azione (pari al prezzo medio ponderato nell'ultimo semestre - valore massimo).

5.4 Considerazioni su metodi di valutazione alternativi

Premesso che il titolo Eurofly non risulta attualmente coperto da *equity research*, che potrebbero fornire valorizzazioni indipendenti, gli Amministratori ed il loro *Advisor* Finanziario hanno considerato anche una valutazione del capitale economico della Società in base al metodo dei multipli di mercato, con riferimento cioè alle quotazioni di mercato di un gruppo di società comparabili.

Tuttavia, gli Amministratori concludono a tale proposito che i risultati dell'applicazione di tale metodo sono potenzialmente fuorvianti e pertanto da escludersi, sulla base delle seguenti considerazioni:

- Il *panel* dei possibili *comparables*, disponibili sia a livello nazionale che internazionale, non risulta sufficientemente simile, in termini di caratteristiche, alla Società; in particolare, non risulta omogeneo con riferimento alla dimensione, al modello di *business* e allo stadio del ciclo di vita della Società.
- Nella migliore prassi di mercato riguardante la valutazione delle compagnie aeree, trovano largo utilizzo multipli di mercato cosiddetti *Adjusted*, in cui gli aggiustamenti sono effettuati principalmente per rendere confrontabili compagnie con diversi modelli di possesso della flotta (in proprietà o in locazione operativa). Di conseguenza, il calcolo dei multipli tiene in considerazione la posizione finanziaria netta implicita nei canoni di locazione calcolata secondo opportuni algoritmi. Gli Amministratori riferiscono che l'applicazione dei multipli *Adjusted* relativi alle principali compagnie aeree europee quotate ai dati prospettici relativi agli anni 2009-2011 di Eurofly restituisce valori negativi;
- Applicando multipli non *Adjusted*, i risultati del panel applicati ai dati prospettici relativi agli anni 2009-2011 di Eurofly restituiscono valori positivi con riferimento ai multipli EV/Sales ed EV/EBITDAR. Gli Amministratori hanno ritenuto tale metodo di scarsa rilevanza, tenuto conto che il modello di *business* di Eurofly prevede come esclusiva modalità di finanziamento del possesso della flotta il leasing operativo (i cui effetti economici non sono evidenziati dal margine EBITDAR). Inoltre, alla luce del Piano Industriale *Stand-Alone* di Eurofly, gli Amministratori hanno considerato fuorviante il confronto con compagnie dal profilo reddituale più stabile ed equilibrato, mentre non è stato possibile applicare dati di mercato ai parametri finanziari del 2012, a causa dell'assenza di dati attendibili sui *comparables*.
- In sintesi, secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, l'applicazione del metodo dei multipli fornisce dei risultati fortemente erratici (da positivi a negativi), dipendenti dalle assunzioni adottate e si basa su un *panel* di società di limitata comparabilità.

Con riferimento ad altre metodologie applicabili, il Consiglio di Amministrazione, alla luce delle analisi svolte dall'*Advisor* Finanziario, ha ritenuto, nella fattispecie:

- non applicabile il metodo patrimoniale, in virtù della scelta strategica della Società di utilizzare principalmente aeromobili in locazione operativa, che non trovano adeguata rappresentazione nel patrimonio della Società.
- non applicabile il metodo delle transazioni simili, in quanto non disponibili transazioni effettivamente comparabili a quella oggetto di valutazione.
- poco rappresentativo il metodo reddituale delle azioni strategiche miranti a migliorare il profilo finanziario della Società (e.g. azioni sul capitale circolante) previste nel Piano Industriale *Stand-Alone* di Eurofly.

6. DIFFICOLTÀ DI VALUTAZIONE RICONTRATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Dalla Relazione degli Amministratori emerge che il Consiglio di Amministrazione, nell'applicazione del metodo del *DCF*, ha incontrato le seguenti difficoltà valutative:

- scelta della data di riferimento: l'ultima situazione infrannuale della Società approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 15 ottobre 2009 è aggiornata al 31 agosto 2009, data che di conseguenza è stata adottata dagli Amministratori quale data di riferimento della valutazione;
- opportunità di procedere ad una normalizzazione dei flussi di cassa, in particolare ai fini della costruzione dei flussi di lungo termine;
- determinazione di alcune componenti del Tasso di attualizzazione (*WACC*), in particolare beta, premio al rischio specifico, rapporto di indebitamento e costo del debito;
- scelta del tasso di crescita;
- calcolo del *terminal value*: gli Amministratori rilevano che l'incidenza del *terminal value* rispetto al valore attuale cumulato dei flussi relativi al periodo di pianificazione esplicita è significativa, comportando una significativa sensibilità del valore della Società al *terminal value*, pertanto la valutazione è fortemente soggetta alle ipotesi sottostanti per il relativo calcolo del *terminal value*;
- valorizzazione dei *surplus assets*, con particolare riferimento alle partecipazioni in Wokita e Same Italy.

Con riferimento alle difficoltà incontrate che hanno condotto gli Amministratori alla mancata individuazione di metodi di valutazione alternativi, si richiama quanto illustrato nel precedente paragrafo 5.4 del presente parere.

7. RISULTATI EMERSI DALLA VALUTAZIONE EFFETTUATA DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

Come riportato nella Relazione degli Amministratori:

- l'applicazione del metodo principale di valutazione (*DCF*) indica un valore del capitale economico di Eurofly compreso tra Euro 53,72 milioni ed Euro 61,48 milioni;
- l'applicazione del metodo di controllo (ovvero il metodo dei prezzi di borsa) restituisce un valore del capitale economico di Eurofly compreso tra Euro 54,23 milioni ed Euro 66,77 milioni, che secondo gli Amministratori è da ritenersi compatibile con i risultati derivanti dall'applicazione del metodo principale. In particolare, tale valore risulta compreso tra Euro 54,23 milioni ed Euro 54,71 milioni sulla base rispettivamente della media aritmetica semplice e della media ponderata per i volumi negoziati misurate su un arco temporale di un anno, mentre risulta compreso tra Euro 61,40 milioni ed Euro 66,77 milioni, sulla base rispettivamente della media aritmetica semplice e della media ponderata per i volumi negoziati misurate su un arco temporale di sei mesi.

Gli Amministratori, facendo proprie le valutazioni dell'*Advisor* Finanziario, hanno ritenuto di utilizzare, quale valore equo *stand alone* del capitale economico di Eurofly ai fini del proposto Aumento di Capitale mediante Conferimento, il valore centrale risultante dall'applicazione del metodo principale, pari a:

Euro 57,34 milioni

Rapportando il valore del capitale economico di Eurofly così determinato al numero di azioni di Eurofly in circolazione, pari a 354.795.770 azioni, secondo la Formula in precedenza illustrata al paragrafo 5.1, gli Amministratori hanno determinato il valore unitario delle azioni di Eurofly di nuova emissione in 0,1616 Euro, come segue:

Prezzo di emissione = A/B = Euro 57,34 milioni / 354.795.770 = Euro 0,1616 per azione

dove:

A = rappresenta il valore del capitale economico di Eurofly; e
B = rappresenta il numero azioni di Eurofly in circolazione.

Sulla base del prezzo di emissione sopra illustrato determinato applicando la Formula, gli Amministratori hanno altresì determinato il numero delle azioni di nuova emissione, pari a 325.247.524, sulla base del seguente rapporto:

Numero azioni di nuova emissione = C/Prezzo di emissione

dove:

C = rappresenta il valore economico del Ramo *Aviation* come risultante dalla Relazione dell'Esperto, pari a Euro 52,56 milioni.

8. LAVORO SVOLTO

Ai fini dell'espletamento del nostro incarico, abbiamo svolto le seguenti principali attività:

- svolto un esame critico della Relazione degli Amministratori e, in particolare, dei metodi di valutazione adottati dagli Amministratori e dall'*Advisor* Finanziario, al fine di riscontrarne l'adeguatezza, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- raccolto ed esaminato gli elementi utili a riscontrare che tali metodi fossero tecnicamente idonei, nelle specifiche circostanze, sotto un profilo di ragionevolezza e non arbitrarietà, alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni;
- verificato la completezza e non contraddittorietà delle motivazioni indicate dal Consiglio di Amministrazione in ordine alla scelta dei suddetti metodi;
- verificato la coerenza dei dati utilizzati con le fonti di riferimento, ivi compresa la documentazione utilizzata, descritta nel precedente paragrafo 4., nonché verificato la correttezza aritmetica dei calcoli effettuati;

- discusso con l'*Advisor* Finanziario incaricato dalla Società la *Fairness Opinion*, analizzando le assunzioni fatte ed i criteri adottati ed ottenendo i riscontri documentali ritenuti necessari nelle circostanze;
- valutato la coerenza tra le assunzioni effettuate nell'elaborazione del Piano Industriale *Stand-Alone* di Eurofly ed i dati storici, al fine di identificare le assunzioni che presentano una maggiore variabilità e di esaminarle in termini di ragionevolezza e non arbitrarietà;
- sempre con riferimento al Piano Industriale *Stand-Alone*, fermi restando le incertezze ed i limiti connessi ad ogni tipo di situazione previsionale, abbiamo analizzato le ipotesi e discusso la ragionevolezza dei criteri utilizzati per la loro redazione con la Direzione delle partecipate, nonché con la Direzione della Società e con l'*Advisor* Finanziario che l'ha assistita;
- verificato l'andamento delle quotazioni di borsa delle azioni della Società nel periodo preso a riferimento dagli Amministratori e rilevato ulteriori informazioni, quali, ad esempio, il periodo temporale di riferimento, la significatività dei prezzi considerati, le tipologie di medie adottate ed i volumi medi giornalieri;
- svolto un'analisi di sensibilità, nell'ambito della metodologia principale utilizzata dagli Amministratori, con l'obiettivo di verificare in via autonoma quanto i risultati possano essere influenzati da variazioni nei parametri assunti;
- esaminato la documentazione messa a nostra disposizione e riportata nel precedente paragrafo 4.;
- Abbiamo altresì raccolto, attraverso discussione con la Direzione di Eurofly, le informazioni forniteci circa gli eventi intervenuti dopo la data di approvazione del bilancio semestrale abbreviato sopra menzionato, riflessi nella situazione straordinaria redatta dagli Amministratori con riferimento al 31 agosto 2009 e nel resoconto intermedio sulla gestione al 30 settembre 2009. Abbiamo inoltre acquisito informazioni sull'andamento gestionale del mese di ottobre 2009;
- Per le sole finalità e nei limiti conseguenti all'oggetto e al contenuto del presente incarico, abbiamo preso visione della Relazione dell'Esperto, incontrando l'Esperto, Prof. Laghi, e discutendo in merito alle assunzioni dallo stesso effettuate ed ai criteri adottati in sede di determinazione del valore del Ramo *Aviation* oggetto di Conferimento;
- Infine, come ricordato, il bilancio di esercizio al 31 dicembre 2008 e il bilancio semestrale abbreviato al 30 giugno 2009, corredati delle relazioni del Consiglio di Amministrazione, sono stati da noi assoggettati rispettivamente a revisione contabile completa ed a revisione contabile limitata.

9. COMMENTI E PRECISAZIONI SULL'ADEGUATEZZA DEI METODI DI VALUTAZIONE E SULLA VALIDITA' DELLE STIME

La Relazione degli Amministratori predisposta al fine di illustrare l'operazione di aumento di capitale in esame descrive le motivazioni sottostanti le scelte metodologiche effettuate dal Consiglio di Amministrazione ed il processo logico dallo stesso seguito ai fini della determinazione del prezzo di emissione delle azioni al servizio del suddetto aumento di capitale. Al riguardo, sulla base delle informazioni ad oggi disponibili, esprimiamo qui di seguito le nostre considerazioni in ordine alle metodologie prescelte dagli Amministratori della Società:

- Con riferimento alla determinazione del valore del capitale economico di Eurofly, gli Amministratori hanno evidenziato che la scelta dei metodi da adottare nello svolgimento di ogni processo valutativo dipende dalle caratteristiche delle società coinvolte nell'operazione. Tale impostazione appare adeguata, in quanto, nelle circostanze, ragionevole e non arbitraria. Risulta inoltre coerente con la finalità rappresentata dagli Amministratori il fatto che gli stessi abbiano proceduto alla determinazione del prezzo di emissione delle nuove azioni assumendo la sussistenza del presupposto della continuità aziendale. Occorre, in effetti, ricordare che la valutazione del capitale economico di Eurofly risulta complessa, anche in considerazione del particolare momento di ristrutturazione e di ridisegno del modello di *business* che sta attraversando la Società.
- Gli Amministratori hanno inoltre precisato che i metodi utilizzati devono essere considerati quali strumenti di un processo unitario finalizzato alla determinazione del prezzo di emissione delle azioni. Tale approccio appare in linea con la prassi valutativa.
- Gli Amministratori hanno fatto riferimento per le proprie valutazioni, motivandone la scelta, alla data più recente in relazione alla quale, al momento dello svolgimento delle considerazioni finalizzate alla determinazione del valore del capitale economico di Eurofly, risultava disponibile una situazione economica e finanziaria consuntiva approvata dagli organi societari. Tale scelta appare, nelle circostanze, ragionevole, non arbitraria ed in linea con la prassi valutativa.
- L'impostazione adottata dagli Amministratori nell'utilizzare un metodo principale ed un metodo di controllo è a sua volta in linea con la miglior prassi valutativa e tecnica professionale.
- La valutazione del capitale economico di Eurofly è stata effettuata dagli Amministratori, per le finalità dell'operazione in esame e, avuto riguardo alle peculiari caratteristiche della stessa, seguendo approcci largamente condivisi dalla prassi professionale in sede di valutazione di società quotate (*Discounted Cash Flow Analysis* quale metodo principale e metodo dei prezzi di borsa quale metodo di controllo). I metodi di tipo finanziario e delle quotazioni di borsa in effetti risultano, ad oggi, quelli più diffusamente applicati, in considerazione sia della solidità e coerenza dei principi teorici di base, sia della maggiore familiarità presso investitori, esperti ed osservatori internazionali.
- Nell'applicazione di tali metodi, gli Amministratori hanno opportunamente considerato le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale, nazionale ed internazionale, normalmente seguita.

- Gli Amministratori hanno dettagliatamente motivato le ragioni per le quali hanno dovuto escludere l'applicazione di metodologie diverse dal *DCF* e dal metodo dei prezzi di borsa. Tale approccio appare in linea con la miglior prassi e tecnica professionale. Inoltre, le motivazioni addotte dagli Amministratori appaiono, nella fattispecie, ragionevoli e non arbitrarie.
- Il metodo *DCF* adottato dagli Amministratori risulta di ampio utilizzo nella prassi aziendalistica internazionale e rientra tra i metodi basati sui flussi, riconosciuti dalla migliore dottrina. A tale proposito, si osserva che il Piano Industriale *Stand-Alone* di Eurofly approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 28 agosto 2009 è relativo al periodo 2010-2015. Tale piano è stato parzialmente modificato dal Consiglio di Amministrazione, in data 19 novembre 2009, anche con l'estensione delle previsioni all'anno 2018, sulla base di sole proiezioni inflattive, tenuto anche conto dell'esigenza di coerenza con l'impostazione adottata per l'autonoma valutazione dagli stessi svolta del valore economico del Ramo *Aviation*.

Conseguentemente, gli Amministratori, ai fini della determinazione del valore del capitale economico di Eurofly tramite l'applicazione del *DCF*, hanno considerato complessivamente il periodo di previsione esplicita 2009-2018. Ciò, in linea di principio, potrebbe rappresentare un elemento di scostamento dalla miglior prassi valutativa, che prevede un orizzonte di previsione più contenuto, in assenza di specifiche motivazioni.

Al riguardo, nella fattispecie, deve però rilevarsi che, per gli esercizi successivi al 2015, gli Amministratori hanno elaborato una mera proiezione inerziale dei valori relativi al 2015, senza inserire ulteriori assunzioni di piano di carattere industriale e strategico. Con tale presupposto l'estensione non modifica sostanzialmente quanto sarebbe stato espresso dal valore terminale calcolato con la formula della perpetuità crescente per i tre anni aggiuntivi (che prevede appunto una crescita perpetua del cash flow ad un tasso costante).

Ciò tenuto conto del fatto che il periodo di previsione esplicita 2009-2018, soprattutto oltre il ragionevole orizzonte ipotizzato dagli Amministratori all'anno 2015, assume caratteri di estrema aleatorietà, specie nel contesto di significativa influenza che le variabili di scenario non controllabili dalla Società hanno sulle previsioni di risultati e di flussi di cassa.

In tale contesto, la scelta del periodo esplicito di previsione 2009-2018, secondo l'approccio sopra descritto e alla luce delle considerazioni appena svolte, può ritenersi pertanto che, nel caso concreto, non rappresenti un significativo scostamento dalla miglior prassi valutativa.

- Gli Amministratori, attraverso il metodo del *DCF*, hanno tenuto conto dell'aleatorietà di alcune variabili di scenario non controllabili da parte della Società nel procedimento di stima della rischiosità associata ai flussi di cassa, attraverso la determinazione del tasso di sconto. Sotto altro profilo, gli Amministratori hanno omogeneamente scelto il metodo *DCF* anche ai fini dell'effettuazione delle valutazioni autonome, condotte con il supporto dell'*Advisor* Finanziario, sul Ramo *Aviation* oggetto del Conferimento. Ciò con lo scopo di attenuare eventuali effetti sulla valutazione di Eurofly di andamenti delle variabili di scenario difformi da quelli previsti, tenuto conto che tali variabili di scenario (quali ad esempio il costo del carburante, l'andamento del tasso di cambio Euro / Dollaro Statunitense e il coefficiente di riempimento degli aeromobili) determinano effetti analoghi sulla valutazione sia di Eurofly, sia del Ramo *Aviation*.

- In particolare, con riferimento al costo medio ponderato del capitale, ai fini della determinazione del tasso di sconto da impiegare per l'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici nell'ambito del *DCF*, gli Amministratori hanno fatto riferimento al *WACC*, stimato come media del costo del debito (al netto del beneficio fiscale) e del costo del capitale proprio, ponderati con i relativi pesi in termini di valore. Il costo del capitale proprio è stato determinato dagli Amministratori con il metodo del *CAPM*. Tale scelta risulta pertanto motivata ed appare adeguata, nelle circostanze.
- Analogamente, anche il metodo dei prezzi di borsa rientra tra i metodi utilizzati nella prassi per fattispecie analoghe, in ragione della significatività del valore riconosciuto dal mercato all'impresa oggetto di valutazione. In proposito, il metodo dei prezzi di borsa esprime il valore d'azienda sulla base della capitalizzazione dei titoli negoziati sul mercato borsistico. L'attendibilità dei risultati ottenuti da tale metodo dipende essenzialmente dal periodo di osservazione dei prezzi, in quanto orizzonti temporali sufficientemente estesi consentono di depurare i corsi da eventuali fattori speculativi attinenti al titolo oggetto di valutazione o da congiunture di mercato contraddistinte da elevate fluttuazioni. In particolare, gli Amministratori hanno utilizzato il metodo dei prezzi di borsa sulla base del condivisibile presupposto che il "mercato" dia indicazione in termini di valore della Società.
- Peraltro, l'adozione del metodo delle quotazioni di borsa trova conforto anche nel disposto del sesto comma dell'articolo 2441 del Codice Civile.
- La scelta degli Amministratori di utilizzare il metodo dei prezzi di borsa con sole finalità di controllo appare, nelle circostanze, motivata e ragionevole.
- Con riferimento a tale metodo, sono state prese in considerazione le medie, semplice e ponderata per le quantità, delle quotazioni registrate dal titolo Eurofly nel semestre e nell'anno antecedente il 17 novembre 2009. Tale approccio, in generale, risulta in linea con la prassi valutativa. In particolare, l'utilizzo, da parte degli Amministratori, di valori medi di mercato, che consentono di minimizzare i rischi derivanti da significative oscillazioni di breve periodo delle quotazioni di borsa, appare conforme alla prassi e alla dottrina espressasi sul tema, nonché al dettato normativo ai sensi dell'art. 2441, sesto comma, del Codice Civile.
- Con particolare riguardo all'ampiezza del periodo di osservazione, il riferimento operato dagli Amministratori ad un orizzonte temporale esteso è da ritenersi, nella fattispecie, opportuno, tenuto conto dell'andamento decrescente del prezzo del titolo.
- Le analisi di sensibilità elaborate dagli Amministratori per meglio valutare l'impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti, sempre nell'ambito dei metodi di valutazione adottati, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati dagli stessi raggiunti.
- Le analisi di sensibilità da noi elaborate per valutare il possibile impatto di variazioni nelle differenti ipotesi e nei parametri assunti, nell'ambito del metodo di valutazione principale adottato, nonché l'analisi dell'accuratezza, anche aritmetica, dell'applicazione della metodologia principale e della metodologia di controllo adottate dagli Amministratori, confermano la ragionevolezza e non arbitrarietà dei risultati raggiunti dagli Amministratori stessi.

Gli aspetti sopra commentati sono stati tenuti in opportuna considerazione ai fini dell'emissione del presente parere di congruità.

10. LIMITI SPECIFICI, DIFFICOLTÀ ED ALTRI ASPETTI DI RILIEVO INCONTRATI DAL REVISORE NELL'ESPLETAMENTO DEL PRESENTE INCARICO

i) Relativamente alle principali difficoltà e ai limiti incontrati nello svolgimento del presente incarico, si segnala quanto segue:

- La PFN utilizzata dagli Amministratori nell'ambito del *DCF*, pari ad Euro 12,4 milioni (di cui Euro 8,3 milioni relativi alla parte di debiti commerciali scaduti, inclusi nella PFN ai soli fini valutativi), è riferita alla data del 31 agosto 2009, anziché alla data più aggiornata del 30 settembre 2009, quale risultante dal resoconto intermedio sulla gestione alla medesima data, pari ad Euro 8,3 milioni (al lordo della parte di debiti commerciali scaduti), approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 12 novembre 2009. La PFN utilizzata dagli Amministratori è stata determinata in Euro 12,4 milioni e corrisponde al dato risultante dalla situazione al 31 agosto 2009 approvata dal Consiglio di Amministrazione il 15 ottobre 2009 ed utilizzata nell'ambito della predisposizione del Piano Industriale *Stand-Alone* di Eurofly.
- Le azioni Eurofly di nuova emissione rivenienti dal proposto Aumento di Capitale mediante Conferimento avranno godimento regolare alla data di emissione. Tuttavia, secondo quanto riportato dagli Amministratori, tali azioni non saranno negoziabili fino alla pubblicazione del relativo prospetto di ammissione alla quotazione sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. ("MTA"). Al riguardo, gli Amministratori precisano che si prevede di predisporre e pubblicare un unico prospetto per l'ammissione alla quotazione sul MTA delle azioni rivenienti dal proposto Aumento di Capitale mediante Conferimento e per l'offerta in opzione e la quotazione sul MTA delle azioni rivenienti dall'esercizio della Delega per l'Aumento di Capitale in Opzione. La Delega per l'Aumento di Capitale in Opzione potrà essere esercitata dal Consiglio di Amministrazione entro un anno dal 3 novembre 2009.

ii) Si richiama altresì l'attenzione sui seguenti aspetti:

- Con riferimento alla valorizzazione, nell'ambito della metodologia principale (*DCF*), dei *surplus assets* rappresentati dalle partecipazioni detenute da Eurofly in Wokita e Same Italy, la Relazione degli Amministratori si limita a riferire che per tali società il Consiglio di Amministrazione ha proceduto ad una stima sintetica del valore economico, a partire dai piani industriali previsionali redatti da ciascuna di tali società in occasione del conferimento in Eurofly, da parte di Meridiana, delle suddette partecipazioni.

Gli Amministratori aggiungono di aver confrontato i valori economici risultanti da tale stima sintetica con i dati consuntivi relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2007 ed al 31 dicembre 2008, nonché con i dati preconsuntivi per la chiusura dell'esercizio al 31 dicembre 2009.

La Relazione degli Amministratori non chiarisce pertanto quali metodologie valutative siano state applicate ai fini della determinazione del valore economico di tali *surplus assets*.

- Il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto opportuno avvalersi della consulenza dell'*Advisor* Finanziario, anche al fine di conformarsi ai principi di cui all'articolo 2391-*bis* del Codice Civile, dal momento che l'Integrazione si configura come un'operazione tra parti correlate. In particolare, come indicato nella Relazione degli Amministratori, questi ultimi si sono avvalsi del supporto dell'*Advisor* Finanziario anche ai fini dell'autonoma stima del valore del capitale economico del Ramo *Aviation* oggetto del Conferimento.

L'*Advisor* Finanziario, nell'ambito del mandato ricevuto, ha predisposto la relazione relativa alla valorizzazione del Ramo *Aviation*, dalla quale, come evidenziato nella Relazione degli Amministratori, risulta che la stima del valore del capitale economico del Ramo *Aviation*, determinata attraverso l'applicazione del *DCF* utilizzando flussi di cassa di previsione esplicita per gli esercizi dal 2009 al 2018, è pari a Euro 52,56 milioni, con un plusvalore rispetto al valore netto contabile (negativo per Euro 34,51 milioni) pari a Euro 87,07 milioni. Tutto ciò, fermo restando il necessario presupposto, considerato dall'*Advisor* Finanziario, della sussistenza dei requisiti di continuità aziendale, da verificarsi in capo alla Società successivamente all'Integrazione delle attività aeree.

In tale contesto, anche sulla base della relazione sulla valorizzazione del Ramo *Aviation* predisposta dall'*Advisor* Finanziario, gli Amministratori affermano comunque di ritenere che il valore attribuito al capitale economico del Ramo *Aviation*, pari a Euro 52,56 milioni, non sia arbitrario o irragionevole e rappresenti pertanto un ammontare da considerarsi equo dal punto di vista finanziario.

- Come riportato nella Relazione degli Amministratori, nell'ambito del proposto Aumento di Capitale mediante Conferimento, Meridiana ha conferito all'Esperto l'incarico di effettuare la stima del valore economico del Ramo *Aviation*, ai sensi dell'articolo 2343-*ter*, secondo comma, lett. b), del Codice Civile. In proposito, si rammenta che l'esperto incaricato deve possedere i necessari requisiti di professionalità ed indipendenza prescritti dalla norma appena citata.

Al riguardo, si rileva che, secondo quanto riportato nella Relazione degli Amministratori, alla data della presente relazione la sussistenza di tali requisiti non è stata verificata dal Consiglio di Amministrazione di Eurofly, il quale riferisce che procederà in tal senso in un momento successivo, nei termini previsti dall'art. 2343-*quater*, terzo comma, del Codice Civile. Più in particolare, al paragrafo 9. della Relazione, gli Amministratori riferiscono che, entro il termine di trenta giorni decorrente dal momento del perfezionamento del Conferimento, il Consiglio di Amministrazione di Eurofly dovrà svolgere, oltre a quella citata, anche le altre verifiche prescritte dall'articolo 2343-*quater*, terzo comma, del Codice Civile, in ordine ai seguenti profili: (i) l'assenza di fatti rilevanti o eccezionali che incidano sulla valutazione eseguita dall'esperto indipendente ai sensi dell'art. 2343-*ter*, secondo comma, lett. b) e (ii) la dichiarazione che il valore dei beni conferiti è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione dell'aumento del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo.

- Come anticipato al precedente paragrafo 9., il Piano Industriale *Stand-Alone* di Eurofly approvato dal Consiglio di Amministrazione in data 28 agosto 2009 è relativo al periodo 2010-2015. Tale piano è stato parzialmente modificato dal Consiglio di Amministrazione, in data 19 novembre 2009, anche con l'estensione delle previsioni all'anno 2018 sulla base di sole proiezioni inflattive. Ciò tenuto anche conto dell'esigenza di coerenza con l'impostazione adottata per l'autonoma valutazione del valore economico del Ramo *Aviation*.

Conseguentemente, gli Amministratori, ai fini della determinazione del valore del capitale economico di Eurofly tramite l'applicazione del *DCF*, hanno considerato il periodo di previsione esplicita 2009-2018.

Come osservato al precedente paragrafo 9., ciò, in linea di principio, potrebbe rappresentare un elemento di scostamento dalla miglior prassi valutativa, che prevede un orizzonte di previsione più contenuto, in assenza di specifiche motivazioni.

Nella fattispecie, deve però rilevarsi che, per gli esercizi successivi al 2015, gli Amministratori hanno elaborato una mera proiezione inerziale dei valori relativi al 2015, senza inserire ulteriori assunzioni di carattere strategico e industriale. Con tale presupposto l'estensione non modifica sostanzialmente quanto sarebbe stato espresso dal valore terminale calcolato con la formula della perpetuità crescente per i tre anni aggiuntivi (che prevede appunto una crescita perpetua del cash flow ad un tasso costante).

Ciò tenuto conto del fatto che il periodo di previsione esplicita 2009-2018, soprattutto oltre l'orizzonte ipotizzato dagli Amministratori all'anno 2015, assume caratteri di estrema aleatorietà, specie nel contesto di significativa influenza che le variabili di scenario non controllabili dalla Società hanno sulle previsioni di risultati e di flussi di cassa.

In tale contesto, la scelta del periodo esplicito di previsione 2009-2018, secondo l'approccio sopra descritto e alla luce delle considerazioni appena svolte, può ritenersi pertanto che, nel caso concreto, non rappresenti un significativo scostamento dalla miglior prassi valutativa e sia coerente con quanto effettuato dagli Amministratori per la valutazione autonoma del Ramo *Aviation*.

- Nella Relazione degli Amministratori, si legge che la valutazione del capitale economico di Eurofly è basata sul presupposto della continuità aziendale. A tale proposito, si rammenta che, nella relazione intermedia sulla gestione che corredata il bilancio semestrale abbreviato al 30 giugno 2009, gli Amministratori illustravano le significative incertezze che possono generare seri dubbi sulla capacità della Società di continuare ad operare sulla base del presupposto della continuità aziendale. Ciò, pur in presenza dell'impegno irrevocabile di Meridiana (vale a dire l'Impegno Iniziale in precedenza descritto) di dotare la Società di fondi necessari, sino all'importo di Euro 20 milioni, per la continuazione dell'attività sulla base delle assunzioni e secondo gli indirizzi strategici contenuti nel Piano Industriale *Stand-Alone* di Eurofly.

Al riguardo, gli Amministratori rammentano di aver proposto, nel contesto della medesima Assemblea Straordinaria convocata per deliberare in merito all'aumento del capitale da liberare mediante il Conferimento, di incrementare da Euro 26 milioni ad Euro 40 milioni l'importo complessivo massimo dell'Aumento di Capitale in Opzione.

Gli Amministratori aggiungono che, in caso di mancata attuazione dell'Integrazione, la Delega per l'Aumento di Capitale in Opzione sarebbe in ogni caso utilizzata per patrimonializzare la Società. Ciò tenuto conto che, in questa ipotesi, Eurofly potrebbe disporre del solo ammontare dell'Impegno Iniziale garantito a titolo di Aumento di Capitale in Opzione (Euro 15 milioni) e che le ulteriori risorse finanziarie sarebbero versate da Meridiana a titolo di finanziamento (Euro 5 milioni), che gli Amministratori potrebbero utilizzare per l'implementazione del Piano Industriale *Stand-Alone* di Eurofly.

In tale contesto, anche il Piano Industriale *Stand-Alone* di Eurofly è stato redatto - e aggiornato in data 19 novembre 2009 - sulla base del presupposto della continuità aziendale che considera un periodo di 12 mesi, avuto riguardo alla descritta disponibilità di fondi necessari per la continuazione dell'attività e in attesa del completamento delle analisi di fattibilità dell'Integrazione delle attività aeree.

In proposito, si osserva che, qualora l'Integrazione non sia realizzata, la Società potrebbe dover ricorrere ad ulteriori operazioni di aumento di capitale, al fine di mantenere l'equilibrio patrimoniale e finanziario indispensabile per operare in condizioni di continuità aziendale lungo tutto l'orizzonte temporale del piano.

Pertanto, il presupposto della continuità aziendale su cui si basa il Piano Industriale *Stand-Alone* di Eurofly dipende dal raggiungimento degli obiettivi indicati nel piano stesso, nell'ambito del quale la redditività prospettica risulta significativamente influenzata dall'andamento di variabili di scenario non controllabili da parte della Società, nonché dall'effettiva realizzazione delle azioni strategiche pianificate.

Al riguardo gli Amministratori, attraverso il metodo del *DCF*, hanno tenuto conto dell'aleatorietà di tali variabili di scenario nel procedimento di stima della rischiosità associata ai flussi di cassa, attraverso la determinazione del tasso di sconto.

Sotto altro profilo, gli Amministratori hanno omogeneamente scelto il metodo del *DCF* anche ai fini dell'effettuazione delle valutazioni autonome, condotte con il supporto dell'*Advisor* Finanziario, sul Ramo *Aviation* oggetto del Conferimento. Ciò con lo scopo di attenuare eventuali effetti sulla valutazione di Eurofly di andamenti delle variabili di scenario difformi da quelli previsti, tenuto conto che tali variabili di scenario (quali ad esempio il costo del carburante, l'andamento del tasso di cambio Euro Dollaro Statunitense e il coefficiente di riempimento degli aeromobili) determinano effetti analoghi sulla valutazione sia di Eurofly, sia del Ramo *Aviation*.

Tuttavia, in considerazione dell'elevato grado di dipendenza dei risultati e dei flussi di cassa della Società da tali variabili di scenario, andamenti difforni delle medesime potrebbero in ogni caso causare effetti – anche significativi – sul valore del capitale economico di Eurofly.

Sotto altro profilo, la Relazione degli Amministratori indica che l'Impegno Meridiana, alla cui efficacia è subordinata la continuità aziendale della Società successivamente all'Integrazione, è sottoposto alle Condizioni Sospensive in precedenza descritte, tra le quali si ricorda: (i) l'ottenimento, entro il 31 gennaio 2010, dell'impegno degli Istituti Finanziatori, a fornire risorse finanziarie per un importo complessivo pari ad almeno Euro 30 milioni, (ii) la conferma e/o il rinnovo, da parte dei medesimi Istituti Finanziatori delle Garanzie relative all'attività di trasporto aereo e (iii) la piena esecuzione del Conferimento entro il 31 gennaio 2010. Al riguardo, gli Amministratori riferiscono di aver deliberato l'avvio con gli Istituti Finanziatori delle trattative finalizzate all'ottenimento del supporto di questi ultimi nei termini necessari all'efficacia dell'Impegno Meridiana.

In tale contesto, gli Amministratori riferiscono di reputare verificati tutti i presupposti per proporre all'Assemblea Straordinaria di deliberare in merito all'Aumento di Capitale mediante Conferimento.

Peraltro, gli Amministratori precisano che daranno attuazione al Conferimento solo allorché ne constino le condizioni realmente indispensabili secondo le leggi vigenti e le condizioni realmente indispensabili per non pregiudicare sostanzialmente e irrevocabilmente la continuità dell'attività del Ramo *Aviation*.

Al riguardo, con specifico riferimento alla continuità dell'attività del Ramo *Aviation*, si richiama, in particolare, il trasferimento dei contratti di locazione operativa degli aeromobili in capo a Eurofly *post* Conferimento.

Per completezza, si rileva altresì che, alla data della presente relazione, non risulta che tali condizioni si siano verificate.

Sempre con riferimento all'Impegno Meridiana, si rileva che l'integrale sottoscrizione, da parte di Meridiana, dell'Aumento di Capitale in Opzione per l'importo di Euro 40 milioni dipende: (i) dal complesso degli impegni contrattuali assunti da Meridiana nei confronti di Eurofly e sopra ricordati e (ii) dall'adesione del mercato all'Aumento di Capitale in Opzione.

In effetti, Meridiana si è impegnata a sottoscrivere le nuove azioni alla stessa spettanti in opzione e l'eventuale inoptato, a condizione che la stessa, all'esito della sottoscrizione, detenga una partecipazione nel capitale sociale di Eurofly *post* Integrazione non superiore al 90%. In tale fattispecie, l'integrale sottoscrizione dell'importo di Euro 40 milioni dipende altresì dal prezzo di emissione delle nuove azioni, tenuto conto che, come appena anticipato, Meridiana non potrà detenere una partecipazione superiore al 90% del capitale sociale.

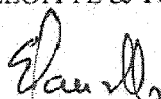
Peraltro, Meridiana si è impegnata altresì a dare al mercato la possibilità di sottoscrivere, in tutto o in parte, le azioni che le spetterebbero in forza dei diritti di opzione ad essa attribuiti, fermo restando il mantenimento, all'esito dell'Aumento di Capitale in Opzione, di una partecipazione non inferiore al 50,1%.

- Come riportato nella Relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'art 3 del D.M. n 437/98, concernente tutte le materie poste all'ordine del giorno dell'Assemblea Straordinaria degli Azionisti convocata per il 21 e 22 dicembre 2009 rispettivamente in prima e seconda convocazione, gli Amministratori indicano che la metodologia di contabilizzazione applicabile nel caso di specie e, allo stato, ancora oggetto di valutazione, potrebbe comportare l'iscrizione nel bilancio di Eurofly *post* integrazione di valori di incremento del patrimonio netto inferiori rispetto al controvalore complessivo dell'Aumento di Capitale da liberare mediante il Conferimento.

11. CONCLUSIONI

Tutto ciò premesso, sulla base della documentazione esaminata e delle procedure sopra descritte, tenuto conto della natura e della portata del nostro lavoro indicate nel presente parere di congruità e fermo restando quanto evidenziato al precedente paragrafo 10., ed in particolare al paragrafo 10.ii), riteniamo, ai sensi degli artt. 2441, quarto e sesto comma, del Codice Civile e 158, primo comma, TUIF, che i metodi di valutazione adottati dagli Amministratori per la determinazione del prezzo di emissione delle azioni rivenienti dal proposto Aumento di Capitale mediante Conferimento siano nel loro complesso adeguati, in quanto nelle circostanze ragionevoli e non arbitrari, e che gli stessi siano stati correttamente applicati ai fini della determinazione del prezzo di emissione, pari a 0,1616 Euro (di cui Euro 0,0200 a copertura della parità contabile implicita di emissione e Euro 0,1416 a titolo di sovrapprezzo) di ciascuna delle n. 325.247.524 nuove azioni Eurofly S.p.A., per l'aumento di capitale riservato a Meridiana S.p.A., con esclusione del diritto di opzione per gli altri soci.

DELOITTE & TOUCHE S.p.A.



Ernesto Lanzillo
Socio

Milano, 4 dicembre 2009