



Eurofly S.p.A.

Sede legale in Milano, via Ettore Bugatti n. 15

Capitale Sociale Euro 11.084.271,92<sup>1</sup>

Codice Fiscale e numero di iscrizione al Registro delle Imprese di Milano 05763070017

Soggetta ad attività di direzione e coordinamento da parte di Meridiana S.p.A.

**Relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione di Eurofly S.p.A. ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma, del codice civile e dell'articolo 70, terzo comma, del regolamento adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente integrato e modificato, concernente la proposta di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, quarto e sesto comma, del codice civile, per un controvalore complessivo di Euro 52.559.999,8784, comprensivo dell'importo a copertura della parità contabile implicita delle azioni di nuova emissione di complessivi Euro 6.504.950,48 e di un sovrapprezzo di complessivi Euro 46.055.049,3984, mediante emissione di n. 325.247.524 azioni ordinarie Eurofly S.p.A., senza indicazione del valore nominale, ad un prezzo unitario di Euro 0,1616, di cui Euro 0,02 a copertura della parità contabile implicita e Euro 0,1416 a titolo di sovrapprezzo, da liberarsi mediante conferimento in natura, da parte di Meridiana S.p.A., del proprio ramo di azienda relativo alle attività di trasporto aereo.**

---

<sup>1</sup> Con delibera in data 3 novembre 2009, assunta ai sensi dell'articolo 2446 del codice civile e attualmente in corso di iscrizione presso il Registro delle Imprese di Milano, l'assemblea straordinaria di Eurofly S.p.A. ha provveduto a ridurre l'importo del capitale sociale. L'ammontare del capitale sociale di Eurofly sopra indicato è quello risultante a seguito di tale riduzione.

## SOMMARIO

<b>1.</b>	<b>ILLUSTRAZIONE DELL'OPERAZIONE E DEI RELATIVI RIFLESSI SUI PROGRAMMI GESTIONALI DI EUROFLY.....</b>	<b>4</b>
<b>2.</b>	<b>MOTIVAZIONI E DESTINAZIONE DELL'AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE DA LIBERARE MEDIANTE IL CONFERIMENTO.....</b>	<b>9</b>
<b>3.</b>	<b>VALORE ATTRIBUITO AL RAMO AVIATION OGGETTO DI CONFERIMENTO IN NATURA.....</b>	<b>10</b>
3.1	Esperto indipendente nominato ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del codice civile.....	10
3.2	Composizione del Ramo <i>Aviation</i> .....	11
A.	<i>Situazione patrimoniale del Ramo Aviation al 31 agosto 2009.</i> .....	11
B.	<i>Voci patrimoniali più significative del Ramo Aviation.</i> .....	11
3.3	Determinazione del valore economico del Ramo <i>Aviation</i> . Metodo valutativo applicato e risultati conseguiti dall'Esperto.....	15
A.	<i>Applicazione del metodo valutativo finanziario (UDCF – Unlevered Discounted Cash Flow).</i> .....	15
B.	<i>Presupposti e limitazioni delle conclusioni contenute nella Relazione dell'Esperto</i> .....	16
C.	<i>Principali difficoltà incontrate dall'Esperto nell'espletamento dell'incarico.</i> .....	17
D.	<i>Conclusioni dell'Esperto.</i> .....	18
<b>4.</b>	<b>CONSIDERAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO ALLA VALORIZZAZIONE DEL RAMO AVIATION E DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE DI EUROFLY.....</b>	<b>19</b>
4.1	Considerazioni preliminari del Consiglio di Amministrazione.....	19
4.2	La Relazione sulla Valorizzazione del Ramo <i>Aviation</i> e le considerazioni del Consiglio di Amministrazione.....	20
A.	<i>Premessa</i> .....	20
B.	<i>Esame della metodologia valutativa applicata dall'Esperto.</i> .....	20
C.	<i>Esame critico delle ipotesi e dei parametri selezionati dall'Esperto.</i> .....	21
D.	<i>Valutazione autonoma del Ramo Aviation.</i> .....	22
4.3	Valore economico <i>stand-alone</i> del capitale di Eurofly.....	26
4.4	Metodi di valutazione utilizzati.....	27
4.5	Metodo principale: metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri (o <i>DCF – Discounted Cash Flows</i> ).....	29
A.	<i>Stima dei flussi di cassa di Eurofly.</i> .....	29
B.	<i>Tasso di attualizzazione.</i> .....	29
C.	<i>Valore terminale (Terminal Value).</i> .....	31
D.	<i>Posizione Finanziaria Netta e Surplus Assets.</i> .....	31
E.	<i>Risultato del metodo DCF e analisi di sensibilità.</i> .....	32
4.6	Metodo di controllo: metodo delle quotazioni di mercato.....	33
4.7	Considerazioni su metodi di valutazione alternativi.....	35
4.8	Conclusioni.....	36

5.	NUMERO, CATEGORIA, DATA DI GODIMENTO E PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI.....	39
6.	RIFLESSI TRIBUTARI DELL'AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE DA LIBERARE MEDIANTE IL CONFERIMENTO CON RIFERIMENTO AD EUROFLY.....	39
7.	COMPAGINE AZIONARIA DI EUROFLY A SEGUITO DELL'AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE DA LIBERARE MEDIANTE IL CONFERIMENTO. ....	40
8.	PERIODO PREVISTO PER L'ESECUZIONE DELL'AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE DA LIBERARE MEDIANTE IL CONFERIMENTO. ....	40
9.	ADEMPIMENTI E TEMPISTICHE. ....	41
10.	PROPOSTA DI DELIBERAZIONE.....	42

Signori Azionisti,

il Consiglio di Amministrazione di Eurofly S.p.A. ("**Eurofly**" o la "**Società**") Vi ha convocato in assemblea straordinaria per deliberare, ai sensi e per gli effetti dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo, del codice civile, in merito a un'operazione di aumento del capitale sociale - in relazione al quale non spetta, *ex lege*, ai sensi della citata norma, il diritto di opzione - riservato all'azionista Meridiana S.p.A. ("**Meridiana**"), da liberarsi mediante conferimento in natura, da parte di quest'ultima, del proprio ramo di azienda – comprensivo, tra l'altro, di immobilizzazioni immateriali, partecipazioni, flotta, beni strumentali, rimanenze, crediti, debiti, personale (e relative posizioni attive e passive, ivi compreso il trattamento di fine rapporto) e altri rapporti giuridici – destinato allo svolgimento di attività nel settore del trasporto aereo, meglio descritto nel successivo paragrafo 3.2 (di seguito, il "**Ramo Aviation**").

L'operazione che viene sottoposta all'approvazione dell'assemblea straordinaria di Eurofly consiste, in particolare, nell'aumento del capitale sociale a pagamento, ai sensi degli articoli 2440 e 2441, quarto comma, del codice civile, per un controvalore complessivo pari a Euro 52.559.999,8784 (cinquantaduemilionicinquecentocinquantanovecilanovecentonovantanove/8784), comprensivo dell'importo a copertura della parità contabile implicita delle azioni di nuova emissione di complessivi Euro 6.504.950,48 (seimilionicinquecentoquattromilanovecentocinquanta/48) e di un sovrapprezzo di complessivi Euro 46.055.049,3984 (quarantaseimilionicinquantacinquemilaquarantanove/3984), mediante emissione di n. 325.247.524 (trecentoventicinquemilioni duecentoquarantasettemilacinquecentoventiquattro) azioni ordinarie Eurofly, senza indicazione del valore nominale, ad un prezzo unitario di Euro 0,1616 (zero/1616), di cui Euro 0,02 (duecentesimi) a copertura della parità contabile implicita e Euro 0,1416 (zero/1416) a titolo di sovrapprezzo, da sottoscrivere e liberare entro il termine del 28 febbraio 2010, mediante conferimento in natura, da parte di Meridiana, del *Ramo Aviation* (l' "**Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento**").

L'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento è strumentale al progetto di integrazione tra le attività aeree di Eurofly e della controllante Meridiana approvato dal Consiglio di Amministrazione di Eurofly in data odierna (l' "**Integrazione**"), in relazione al quale Eurofly, con comunicato stampa in data 28 agosto 2009, aveva annunciato di aver avviato uno studio di fattibilità, successivamente conclusosi con esito positivo.

La presente relazione (la "**Relazione**") è redatta in conformità alle previsioni di cui all'articolo 2441, sesto comma, del codice civile e dell'articolo 70, terzo comma, del regolamento adottato con delibera Consob del 14 maggio 1999, n. 11971, come successivamente modificato (il "**Regolamento Emittenti**") e, in particolare, in conformità all'Allegato 3A, Schema n. 2 del Regolamento Emittenti.

## 1. ILLUSTRAZIONE DELL'OPERAZIONE E DEI RELATIVI RIFLESSI SUI PROGRAMMI GESTIONALI DI EUROFLY.

### 1.1 L'Integrazione e i suoi riflessi gestionali

L'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento rappresenta la modalità attuativa prescelta da Eurofly e Meridiana per realizzare l'Integrazione.

Come noto, attualmente la Società opera come vettore aereo *charter* (per conto di *tour operator*) e di linea su destinazioni nazionali e, soprattutto internazionali, sia nel medio che nel lungo raggio, specialmente nel mercato cd "*leisure*", ossia servendo viaggiatori che si spostano nel tempo libero.

La flotta commerciale in servizio risulta composta da 12 aeromobili, di cui 3 di lungo raggio (A330) e 9 di medio raggio (A320), tutti in *leasing* operativo.

Le principali destinazioni di lungo raggio (durata del volo superiore a 5 ore) sono Kenya, Maldive, Mauritius, Seychelles, Stati Uniti, Tanzania e Zanzibar, mentre quelle di medio raggio (durata del volo inferiore a 5 ore) sono Baleari, Canarie, Egitto, Grecia, Israele, Russia: date le caratteristiche della clientela e delle destinazioni, il business della società è fortemente stagionale.

La Società opera i voli sia direttamente che in *code sharing* con altre compagnie, tra le quali Meridiana (in particolare per le rotte sulla Sardegna).

Meridiana è la seconda compagnia aerea italiana, opera voli di linea nazionali e internazionali. Attualmente Meridiana collega 27 destinazioni in Italia e in Europa, con una flotta di 23 aerei, composta da 17 MD-82 Mc Donnell Douglas, 4 Airbus A319-100 e 2 ATR 42-300 (in *wet lease*).

Ha le sue basi principali a Olbia, con basi operative secondarie a Verona, Firenze e Cagliari.

Meridiana serve sia il target “*leisure*”, sia il target “*business*”, grazie alla presenza in aree di mercato che durante la stagione estiva sono a forte connotazione turistica, mentre nel periodo invernale presentano una importante presenza di traffico *business* e etnico, in particolare la Sardegna, la Sicilia, il Veneto e la Toscana. Le principali linee nazionali sono operate fra gli aeroporti del Nord e il Sud e le due principali isole, in particolare Meridiana opera voli quotidiani fra Milano Linate, Torino, Verona, Venezia, Bologna e Firenze con Olbia, Cagliari, Catania e Palermo. Roma Fiumicino è servito con pluri-frequenze giornaliere con Verona, Cagliari e Olbia, mentre da Firenze si possono raggiungere le più importanti capitali europee, quali Londra, Amsterdam, Barcellona e Madrid. L’area del Veneto è stata di recente potenziata, grazie alle nuove linee fra Venezia e Bari, Bucarest, Catania e Napoli, ed alla attività internazionale verso l’Europa dell’Est che comprende il volo fra Verona e Chisinau, Pristina e Skopje.

Meridiana offre anche altre destinazioni nazionali e internazionali, grazie ad accordi di *code sharing*, attualmente in essere con Air Malta, Air Moldova, Finnair, Klm, Wind Jet e Iberia.

Come indicato nel comunicato stampa diffuso in data odierna, l’Integrazione è volta a rafforzare il posizionamento strategico e competitivo della Società, rivedendo il modello di *business* anche grazie al maggior peso dell’attività di linea, ad una maggiore massa critica, alla razionalizzazione della flotta e all’ottenimento di sinergie industriali e commerciali rappresentate in particolare da progetti di riduzione dei costi (particolarmente dei costi c.d. *overhead* e dei costi *corporate*).

In particolare, il piano industriale *combined* relativo all’Integrazione per il periodo 2010-2015, approvato dal Consiglio di Amministrazione di Eurofly e di Meridiana in data odierna (il “**Piano Industriale Integrato**”), anche sulla scorta di uno *strategy assessment* da parte di AT Kearney, *advisor* industriale della Società (l’“**Advisor Industriale**”) evidenzia che, mediante l’Integrazione, si creerà una massa critica più significativa che consentirà alla Società non solo di raggiungere una dimensione più adeguata al *business*, ma anche di rinnovare gradualmente la flotta.

Il Piano Industriale Integrato prevede inoltre la nascita, verosimilmente mediante conferimento in natura da attuarsi successivamente all’Integrazione, di una società di nuova costituzione (“**Meridiana express**”), interamente controllata, destinata a fornire i mezzi per lo svolgimento delle attività di volo di linea stagionali, al fine di ottenere una razionalizzazione di tali attività e un significativo risparmio dei costi.

Come evidenziato dal Piano Industriale Integrato, l’Integrazione è volta a consentire una generazione di valore aggiunto per il complesso delle parti interessate (mediante i citati risparmi di costi, maggiori ricavi, sviluppo di sinergie, etc. di seguito sintetizzati) che si concretizzi in significative variazioni positive dei flussi di cassa a seguito del Conferimento. Ed infatti dalla comparazione della somma dei *cash flow* riportati nei *business plan standalone* di Eurofly e di Meridiana con quelli risultanti dal Piano Industriale Integrato, emerge che quest’ultimo, nell’orizzonte temporale di sei anni, evidenzia risultati e *cash flow* complessivamente significativamente superiori alla somma dei *cash flow* indicati nei *business plan* di Eurofly e di Meridiana.

Tali risultati incrementali derivano per una componente significativa dalla pianificata riduzione di costi fissi mediante economie di scala e da altri risparmi sulla struttura in termini di risparmio degli *overhead* e di altri costi di struttura centrale.

In misura meno rilevante, i risultati incrementali connessi all'integrazione derivano da incrementi di produttività connessi ad un migliore utilizzo di risorse in una realtà integrata per effetto di economie di scala che consentono di ridurre il numero minimo di equipaggi da assicurare per l'operatività.

Infine, ulteriori risultati incrementali derivano da ottimizzazioni del *network* rese possibili dalla costituzione di Meridiana express, alla quale è previsto vengano ceduti parte degli aeromobili attualmente nella flotta di Meridiana; in particolare si prevede che Meridiana express, noleggi in formula ACMI (*Aircraft, Crew, Maintenance and Insurance*) i propri aeromobili alla entità risultante dalla Integrazione, che otterrà così il beneficio di un costo di nolo inferiore a quello che avrebbe se dovesse operare direttamente gli aerei.

Con riferimento alle due partecipazioni (Wokita S.r.l. e Same Italy S.r.l.) che svolgono attività commerciale, dalla Integrazione emergono flussi incrementali di *cash-flow* connessi allo sviluppo delle attività di Meridiana fly (tramite Meridiana express) o nuove strategie commerciali congiunte dei due vettori.

Si segnala che non sono oggetto del Conferimento le attività di Meridiana relative alla manutenzione.

## 1.2 Gli impegni assunti da Meridiana in relazione all'Integrazione

Nel contesto dell'Integrazione, Meridiana, che ha deliberato in data 19 novembre 2009 di dare attuazione all'Integrazione stessa e al Conferimento, ha trasmesso al Consiglio di Amministrazione di Eurofly una lettera con la quale ha comunicato (la "**Comunicazione Meridiana**"), tra l'altro:

- a) di aver approvato l'attuazione dell'Integrazione (nei termini e alle condizioni ivi descritte) e il Piano Industriale Integrato
- b) il perimetro del Ramo *Aviation* - precisando al riguardo che non sono compresi nel perimetro del Ramo *Aviation* i flussi e i fabbisogni economico-finanziari di Meridiana relativi al periodo compreso tra il 31 agosto 2009 e la data di efficacia del Conferimento, che resteranno di competenza e a carico di Meridiana - e la stima del valore del capitale economico del Ramo *Aviation*, contenuta nella Relazione dell'Esperto, ivi allegata;
- c) che l'esecuzione dell'Integrazione è soggetta alla condizione che le attuali banche finanziatrici di Meridiana e di Eurofly e/o altri istituti bancari di primario *standing* (gli "**Istituti Finanziatori**"), concedano a Eurofly (post Integrazione) affidamenti per Euro 30.000.000 (compreso l'attuale affidamento a favore di Eurofly per Euro 15.000.000 da rinnovare a medio-lungo termine, nel seguito citato) e confermino e/o rinnovino le garanzie necessarie in relazione all'attività di trasporto aereo (di seguito la "**Condizione Sospensiva**");
- d) che, tenuto conto che, come evidenziato nel Piano Industriale Integrato, Eurofly, ad esito dell'Integrazione, avrà necessità finanziarie almeno pari ad Euro 70.000.000, di cui Euro 30.000.000 dovrebbero essere costituiti da debito bancario (come sopra indicato) ed Euro 40.000.000 dovrebbero derivare da un aumento di capitale in opzione che sarà collocato sul mercato a seguito dell'esecuzione dell'Integrazione, Meridiana è disponibile a garantire l'integrale sottoscrizione di un aumento di capitale di Eurofly (post Integrazione) per un importo non eccedente Euro 40.000.000 nei termini e alle condizioni di cui ad una lettera, in data 19 novembre 2009, indirizzata al Consiglio di Amministrazione di Eurofly, allegata a tale comunicazione (la "**Lettera Meridiana**"), precisando che tale impegno di Meridiana è subordinato all'accettazione, da parte di Eurofly, dei termini e delle condizioni della Lettera Meridiana;

- e) una tempistica indicativa dell'Integrazione.

Ai sensi della Lettera Meridiana, in particolare, Meridiana si è irrevocabilmente impegnata a fornire a Eurofly risorse finanziarie fino a un importo massimo complessivo di Euro 40.000.000 (l'“**Impegno Meridiana**”). In particolare, le risorse finanziarie oggetto dell'Impegno Meridiana saranno fornite a Eurofly mediante sottoscrizione e liberazione, da parte di Meridiana, delle azioni di nuova emissione che saranno offerte in opzione agli azionisti a fronte dell'aumento di capitale a pagamento da attuare in esecuzione della delega - conferita agli amministratori, ai sensi dell'articolo 2443 del codice civile, con delibera assunta in data 3 novembre 2009 -, ad aumentare a pagamento il capitale sociale, in via scindibile, in una o più volte, mediante emissione di azioni ordinarie, per il periodo massimo di un anno dal 3 novembre 2009, in merito alla quale il Consiglio di Amministrazione di Eurofly in data odierna ha deliberato di sottoporre alla medesima assemblea straordinaria degli Azionisti Eurofly convocata per deliberare in merito all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento, una modifica per incrementarne l'importo massimo dai 26 milioni di euro originariamente previsti a 40 milioni di Euro (la “**Delega per l'Aumento di Capitale**”). Nella Lettera Meridiana è previsto altresì che le nuove azioni rivenienti dall'aumento di capitale di Eurofly che sarà attuato in esecuzione della Delega per l'Aumento di Capitale (l'“**Aumento di Capitale in Opzione**”) siano sottoscritte da Meridiana in misura tale da garantire che la partecipazione detenuta da Meridiana in Eurofly ad esito dell'Aumento di Capitale in Opzione non si riduca al di sotto del 50,1% e non si incrementi fino a superare il 90% del capitale sociale. La Lettera Meridiana, in particolare, prevede che Meridiana, anche al fine di favorire il mantenimento di un adeguato flottante, dia al mercato la possibilità di sottoscrivere, in tutto o in parte, le azioni che le spetterebbero in forza dei diritti di opzione ad essa spettanti - fermo restando il mantenimento, ad esito dell'Aumento di Capitale in Opzione, di una partecipazione non inferiore al 50,1% - e si impegni a sottoscrivere i diritti di opzione non esercitati per un valore complessivo massimo di Euro 40.000.000 (quarantamiliardi) e a condizione che la partecipazione di Meridiana in Eurofly non superi la soglia del 90% ad esito dell' Aumento di Capitale in Opzione.

La Lettera Meridiana prevede inoltre che, non prima del 15 gennaio 2010, una parte delle risorse finanziarie oggetto dello stesso Impegno Meridiana, per un importo massimo pari a Euro 25.000.000, potrà essere messa a disposizione di Eurofly sotto forma di finanziamento infruttifero finalizzato a sostenere la continuità aziendale della Società a seguito dell'Integrazione, restando inteso che il credito verso Meridiana per l'importo del finanziamento erogato sarà utilizzato a compensazione del debito di Meridiana per la sottoscrizione delle azioni di Eurofly rivenienti dall'Aumento di Capitale in Opzione che saranno sottoscritte da Meridiana in conformità alla Lettera Meridiana e l'eventuale residuo di tale credito sia rimborsato a Meridiana una volta perfezionato l'Aumento di Capitale in Opzione.

L'Impegno Meridiana è sottoposto alle seguenti condizioni poste nell'esclusivo interesse di Meridiana e quindi rinunciabili a discrezione di Meridiana:

- (i) approvazione dell'Integrazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Eurofly (approvazione intervenuta in data odierna);
- (ii) impegno, da parte degli Istituti Finanziatori a fornire ad Eurofly (post Integrazione) risorse finanziarie per un importo complessivo pari ad almeno 30 milioni di Euro, essendo inclusa in tale importo la linea di credito di 15 milioni di Euro già concessa ad Eurofly e tuttora in essere (il “**Finanziamento**”), in relazione alla quale si renderà necessario ottenere, come già previsto nel Piano Industriale *Stand-Alone*, una proroga della scadenza attualmente prevista per il mese di ottobre 2010;
- (iii) conferma e/o rinnovo, da parte degli Istituti Finanziatori, in capo ad Eurofly post Integrazione, delle garanzie in essere relative all'attività di trasporto aereo (le “**Garanzie**”) non più tardi del 31 gennaio 2010;
- (iv) piena esecuzione del Conferimento entro il 31 gennaio 2010.

Occorre peraltro precisare che l'Impegno Meridiana non si aggiunge all'impegno irrevocabile precedentemente assunto da Meridiana in data 27 agosto 2009 - oggetto di un patto parasociale tra Meridiana e Eurofly, comunicato, pubblicato e depositato ai sensi in conformità alla normativa applicabile - concernente l'erogazione a Eurofly di risorse finanziarie fino a un massimo di Euro 20 milioni, destinati per un importo non inferiore a Euro 15 milioni alla sottoscrizione di un aumento di capitale in denaro e per un importo massimo di Euro 5 milioni a soddisfare esigenze di liquidità connesse al Piano Industriale *Stand-Alone* (l'"**Impegno Iniziale**"). In effetti, l'Impegno Meridiana precisa che, (i) qualora Eurofly beneficiasse, in tutto o in parte, di risorse finanziarie erogate ai sensi dell'Impegno Iniziale, l'importo complessivo dell'Impegno Meridiana sarebbe ridotto di conseguenza e (ii) l'Impegno Iniziale verrà meno e sarà interamente sostituito dall'Impegno Meridiana qualora l'Integrazione sia completata entro il termine sopra menzionato del 31 gennaio 2010<sup>2</sup>.

Infine, ai sensi una ulteriore lettera in data 19 novembre 2009, indirizzata al Consiglio di Amministrazione di Eurofly (la "**Seconda Lettera Meridiana**"), Meridiana si è impegnata irrevocabilmente a erogare una parte del citato finanziamento di Euro 25.000.000 a Eurofly per un importo massimo di Euro 10.000.000, dopo l'approvazione dell'Integrazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Eurofly, ma non prima del 21 dicembre 2009.

La Seconda Lettera Meridiana precisa che, in caso di erogazione di tale importo di Euro 10.000.000 - in tutto o in parte - l'impegno di Meridiana a finanziare Eurofly fino a Euro 25.000.000 ai sensi della Lettera Meridiana sarà ridotto fino a concorrenza dell'importo erogato.

Ai sensi della Seconda Lettera Meridiana inoltre precisa che:

- ✓ se il Conferimento sarà effettuato entro il 31 gennaio 2010, l'importo oggetto di finanziamento sarà considerato come parte del credito da utilizzare a compensazione del debito di Meridiana per la sottoscrizione delle azioni di Eurofly rivenienti dall'Aumento di Capitale in Opzione che saranno sottoscritte da Meridiana in conformità alla Lettera Meridiana e l'eventuale residuo sarà rimborsato a Meridiana una volta perfezionato l'Aumento di Capitale in Opzione;
- ✓ se il Conferimento non avrà luogo entro il 31 gennaio 2010, l'importo del finanziamento anticipato si riterrà erogato in conformità alle previsioni dell'Impegno Iniziale e, pertanto, sarà soggetto ai termini e condizioni ivi previsti.

\*\*\* \*\*

Il Consiglio di Amministrazione della Società, anche alla luce della Condizione Sospensiva contenuta nella Comunicazione Meridiana, nonché dei termini e condizioni relative all'Impegno Meridiana contenute nella Lettera Meridiana, allo scopo di dare attuazione all'Integrazione e assicurare alla Società le risorse finanziarie necessarie per l'implementazione del Piano Industriale Integrato,;

- ha deliberato di proporre alla medesima assemblea straordinaria convocata per deliberare in merito all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento di modificare l'importo complessivo massimo di Euro 26.000.000,00, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, oggetto della Delega per l'Aumento di Capitale, sostituendo a tale importo l'importo complessivo massimo di Euro 40.000.000,00, comprensivo di eventuale sovrapprezzo, il tutto secondo le modalità e i termini descritti nella relazione illustrativa predisposta dal Consiglio di Amministrazione ai sensi dell'articolo 72, primo comma, del Regolamento Emittenti. Pertanto ove tale proposta di modifica venisse deliberata dall'assemblea straordinaria della Società, in caso

---

<sup>2</sup> Si precisa che, come indicato nel comunicato stampa diffuso da Eurofly e Meridiana in data 19 novembre 2009, Meridiana, al fine di rilasciare l'Impegno Meridiana ha chiesto ed ottenuto dalla società Aga Khan Fund for Economic Development S.A. ("**Akfed**") un impegno irrevocabile a mettere a disposizione di Meridiana risorse finanziarie fino ad un importo massimo di Euro 30.000.000 al fine di fornire a Meridiana la provvista necessaria per garantire l'Aumento di Capitale in Opzione.

di attuazione del Conferimento, il Consiglio potrà esercitare la Delega per l'Aumento di Capitale per dotare la Società di nuovi mezzi propri durevoli e di risorse finanziarie da destinare all'implementazione del Piano Industriale Integrato, anche facendo affidamento sull'Impegno Meridiana. Per converso, in caso di mancata attuazione dell'Integrazione, la predetta Delega per l'Aumento di Capitale sarà utilizzata oltre che per patrimonializzare la Società, per reperire le risorse finanziarie necessarie o utili per l'implementazione del piano industriale *Stand Alone*, come modificato dal Consiglio di Amministrazione in data odierna (il "**Piano Industriale *Stand Alone***"), fermo restando che Eurofly in questa ipotesi potrebbe avvalersi dell'Impegno Iniziale per il reperimento delle necessarie risorse finanziarie;

- ha deciso di avviare immediatamente con gli Istituti Finanziatori trattative finalizzate a:
  - ottenere il consenso degli Istituti Finanziatori a fornire ad Eurofly risorse finanziarie per un importo complessivo pari ad almeno 30 milioni di Euro, inclusa in tale importo l'estensione della durata del Finanziamento
  - ottenere il consenso all'attuazione dell'Integrazione da parte degli Istituti Finanziatori che hanno concesso il Finanziamento e le Garanzie;
  - ottenere dagli Istituti Finanziatori la confermare e/o il rinnovo delle Garanzie in capo a Eurofly post Integrazione.

## **2. MOTIVAZIONI E DESTINAZIONE DELL'AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE DA LIBERARE MEDIANTE IL CONFERIMENTO.**

Alla luce della sintetica descrizione delle logiche strategiche sottese all'Integrazione contenuta nel precedente paragrafo 1, risulta evidente che il Conferimento è funzionale a conseguire un dimensionamento della Società più adeguato al settore nella quale la stessa opera, nonché lo sviluppo delle sinergie e il risparmio dei costi che sono meglio descritti nel Piano Industriale Integrato.

Conseguentemente, l'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento rappresenta lo strumento per realizzare in modo efficiente gli obiettivi dell'Integrazione mediante l'acquisto, tramite conferimento in natura, del Ramo *Aviation*.

Come anticipato, alla luce delle considerazioni e valutazioni meglio descritte nella presente Relazione, si propone all'assemblea straordinaria di deliberare un aumento del capitale sociale, a pagamento, ai sensi degli articoli 2440 e 2441, quarto comma, del codice civile, per un controvalore complessivo pari a Euro 52.559.999,8784, comprensivo dell'importo a copertura della parità contabile implicita delle azioni di nuova emissione di complessivi Euro 6.504.950,48 e di un sovrapprezzo di complessivi Euro 46.055.049,3984, mediante emissione di n. 325.247.524 azioni ordinarie Eurofly, senza indicazione del valore nominale, ad un prezzo unitario di Euro 0,1616, di cui Euro 0,02 a copertura della parità contabile implicita e Euro 0,1416 a titolo di sovrapprezzo, da sottoscrivere e liberare entro il termine del 28 febbraio 2010, mediante conferimento in natura, da parte di Meridiana, del Ramo *Aviation*.

### 3. VALORE ATTRIBUITO AL RAMO *AVIATION* OGGETTO DI CONFERIMENTO IN NATURA.

#### 3.1 Esperto indipendente nominato ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del codice civile.

L'articolo 2343, primo comma, del codice civile prevede che, ai fini di un conferimento di beni in natura, il soggetto conferente debba presentare una relazione giurata di un esperto designato dal Tribunale, contenente la descrizione dei beni conferiti, l'attestazione che il loro valore sia almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, nonché i criteri di valutazione seguiti.

Ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del codice civile, la relazione di cui al precedente articolo 2343, primo comma, non è tuttavia richiesta qualora il valore attribuito ai beni in natura conferiti, ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo, corrisponda al valore equo risultante da una valutazione, precedente di non oltre sei mesi il conferimento, conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento, effettuata da un esperto indipendente dotato di adeguata e comprovata professionalità.

A tale riguardo, il Consiglio di Amministrazione ha preso atto che Meridiana ha conferito al professor Enrico Laghi, quale esperto indipendente, dotato di adeguata e comprovata professionalità, ai sensi del citato articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del codice civile (l'“**Esperto**”)<sup>3</sup>, l'incarico di stimare il valore economico del Ramo *Aviation* ai fini del possibile conferimento dello stesso in Eurofly a liberazione di un aumento di capitale *ex* articolo 2441, quarto comma, primo periodo, del codice civile, in relazione al quale non spetta il diritto di opzione. Ai sensi dell'articolo 70, terzo comma, del Regolamento Emittenti, la perizia che sarà redatta dall'Esperto e asseverata, sarà depositata presso la sede sociale, almeno 15 giorni prima del giorno fissato per l'assemblea straordinaria convocata per deliberare in merito ad aumento di capitale mediante conferimento di beni in natura, unitamente alla presente Relazione e al parere della società di revisione sulla congruità del prezzo di emissione delle azioni rivenienti dall'esecuzione dell'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento.

In data 16 novembre 2009 l'Esperto ha inviato a Meridiana una lettera contenente le conclusioni relative alla stima del valore economico del Ramo *Aviation* oggetto del prospettato conferimento in Eurofly (stima che sarà contenuta anche nella perizia che sarà asseverata e depositata ai sensi della applicabile normativa), alla data di riferimento del 31 agosto 2009 (la “**Relazione dell'Esperto**”). Nel seguito si riporta parte del contenuto della Relazione dell'Esperto e le conclusioni raggiunte dall'Esperto.

Si precisa che l'Esperto, ai fini dell'espletamento dell'incarico ricevuto, ha esaminato la principale documentazione di seguito elencata:

- bilancio d'esercizio di Meridiana al 31.12.2008, al 31.12.2007 e al 31.12.2006;
- bilancio consolidato di Meridiana al 31.12.2008, al 31.12.2007 e al 31.12.2006;
- perimetro Ramo *Aviation* di Meridiana al 31 agosto 2009 del 05.11.2009;
- *Business Plan* 2010 -2018 “*Stand- alone*” Meridiana, *revised version* del 05.11.2009;
- *Business Plan* 2010-2013 di Wokita S.r.l. (di seguito, “**Wokita**”) del 05.11.2009;

---

<sup>3</sup> Il Prof Laghi, professore ordinario di Economia aziendale all'Università di Roma La Sapienza, ha attestato la sussistenza dei propri requisiti di professionalità e indipendenza di cui all'art. 2343-ter, secondo comma, lett. b), del codice civile, nella Relazione dell'Esperto. La dichiarazione del Consiglio di Amministrazione di Eurofly in merito alla sussistenza di tali requisiti sarà depositata per l'iscrizione nel registro delle imprese ai sensi e nei termini previsti dall'art. 2343-*quater*, comma 3, del codice civile.

- *Business Plan* Same Italy S.r.l. (di seguito, “**Same Italy**”) 2010-2013 del 05.11.09;
- lista dipendenti del Ramo *Aviation* di Meridiana;
- elenco dei contratti con soglia d’importo maggiore di € 100.000;
- portafoglio *slot* del Ramo *Aviation* di Meridiana.

### 3.2 Composizione del Ramo *Aviation*.

A. Situazione patrimoniale del Ramo *Aviation* al 31 agosto 2009.

La Relazione dell’Esperto riporta nella seguente tabella il valore contabile netto, espresso in Euro, dei beni facenti parte del Ramo *Aviation*.

ATTIVO		PASSIVO	
<b>Attività immobilizzate:</b>	<b>44.778.548</b>	<b>Passività non correnti:</b>	<b>34.437.643</b>
Immobilizzazioni immateriali	413.253	Finanziamenti non correnti	2.942.825
Flotta	27.427.516	TFR e altri fondi a benefici definiti	9.863.663
Altri immobili, impianti macchinari	3.414.434	Fondo rischi e oneri non correnti	17.969.643
Attività per imposte differite	591.278	Passività per imposte differite	3.661.512
Partecipazioni disponibili per la vendita	8.400.000	<b>Passività correnti:</b>	<b>112.363.219</b>
Altre attività finanziarie non correnti	4.532.067	Quota corr. dei finanz. non corr.	101.296
<b>Attività correnti:</b>	<b>67.516.143</b>	Deb. comm. e altre pass. corr.	108.344.018
Rimanenze	218.967	Passività finanziarie correnti	3.917.905
Crediti commerciali e altre attività corr.	63.217.176		
Attività finanziarie correnti	4.080.000		
		<b>Totale Passivo</b>	<b>146.800.862</b>
		<b>Netto</b>	<b>(34.506.171)</b>
<b>Totale Attivo</b>	<b>112.294.691</b>	<b>Totale Passivo e Netto</b>	<b>112.294.691</b>

B. Voci patrimoniali più significative del Ramo *Aviation*.

L’Esperto ha provveduto a illustrare, in allegato alla stessa Relazione dell’Esperto, le voci più significative che compongono il patrimonio netto del Ramo *Aviation*, riportate sinteticamente di seguito.

B.1 Attivo.

Le attività del Ramo *Aviation* sono suddivise in “Attività immobilizzate” e “Attività correnti”.

(i) *Attività immobilizzate.*

La seguente tabella riporta il dettaglio contabile della posta in esame (importi in Euro).

Attività immobilizzate:	Importo €
-------------------------	-----------

- Immobilizzazioni immateriali	413.253
- Flotta	27.427.516
- Altri immobili, impianti e macchinari	3.414.434
- Attività per imposte differite attive	591.278
- Partecipazioni disponibili per la vendita	8.400.000
- Altre attività finanziarie non correnti	4.532.067
<b>Totale</b>	<b>44.778.548</b>

Le “Immobilizzazioni Immateriali” risultano costituite dalla sola voce “Diritto di utilizzazione delle opere di ingegno”. La voce contabile che maggiormente incide sulle “Attività Immobilizzate” (incidenza del 61,41%) è la “Flotta”, la cui composizione è riportata nella tabella che segue.

<b>Flotta:</b>	<b>Importo €</b>
- Aeromobili	12.498.839
- Manutenzione	10.615.494
- Materiali di rotazione	4.313.183
<b>Totale</b>	<b>27.427.516</b>

Il dettaglio delle voci “Altri immobili, impianti e macchinari”, “Attività per imposte differite” e “Partecipazioni disponibili per la vendita” (sulle cui stime non è stato effettuato alcun aggiornamento al 31 agosto 2009), “Altre attività finanziarie non correnti” è riportato nelle seguenti tabelle.

<b>Altri immobili, impianti e macchinari:</b>	<b>Importo €</b>
- Impianti su aeromobili di terzi	558.472
- Fabbricati e lavori su immobili di terzi	12.159
- Impianti e macchinari	80.812
- Attrezzature industriali	548.219
- Altri beni	1.857.749
- Immobilizzazioni in corso	357.023
<b>Totale</b>	<b>3.414.434</b>

<b>Dettaglio Imposte differite attive</b>	<b>Importo €</b>
- TFR e altri benefici ai dipendenti	364.138
- Ammortamento materiale riparabile non dedotto	227.140
<b>Totale</b>	<b>591.278</b>

<b>Partecipazioni disponibili per la vendita:</b>	<b>Importo</b>
- Same Italy	5.200.000
- Wokita	3.200.000
<b>Totale</b>	<b>8.400.000</b>

<b>Altre attività finanziarie non correnti:</b>	<b>Importo €</b>
- Certificati SITA	12.597
- Altri crediti finanziari non correnti	4.519.470
<b>Totale</b>	<b>4.532.067</b>

(ii) *Attività correnti.*

La macrovoce contabile “Attività correnti” si compone delle voci “Rimanenze”, “Crediti commerciali e altre attività correnti” e “Attività finanziarie correnti”.

Nelle tabelle che seguono si riporta il dettaglio delle prime due voci che compongono la posta in oggetto alla data del 31 agosto 2009, mentre la voce contabile “Attività finanziarie correnti” al 31 agosto 2009 è costituita dalla sola voce “Derivati di *Trading*”, di importo complessivo pari a Euro 4.080.000.

<b>Magazzino</b>	<b>Importo €</b>
- Materiale di consumo aeronautico	0
- Stampanti e diversi	76.652
- <i>Catering</i>	82.619
- Biglietti del traffico	35.730
- Carta e cancelleria	23.966
<b>Totale</b>	<b>218.967</b>

<b>Crediti commerciali</b>	<b>46.409.529</b>
- Crediti verso agenzie viaggi e <i>Tour operator</i>	15.677.802
- Crediti verso clienti privati	21.650.235
- Crediti commerciali verso società controllate	12.273.194
- Crediti verso compagnie aeree	1.831.961
- Credito verso agenzie merci	358.351
- Fondo svalutazione crediti	-5.382.014
<b>Altre attività correnti</b>	<b>16.807.647</b>
- Anticipi a fornitori	25.163
- Ratei e risconti attivi	442.102
- Crediti verso società controllate	905.254
- Anticipi a fornitori	318.393
- Dipendenti	273.558
- Credito fondo contratto "solidarietà"	1.260.378
- Credito fondo occupazione	1.158.558
- Altri	12.424.241
<b>Totale crediti commerciali e altre attività correnti</b>	<b>63.217.176</b>

B.2 Passivo.

Le passività del *Ramo Aviation* al 31 agosto 2009 sono composte dalle macroclassi contabili “Passività non correnti” e “Passività correnti”.

(i) *Passività non correnti.*

La tabella che segue riporta il dettaglio della voce in oggetto alla data del 31 agosto 2009.

<b>Passività non correnti:</b>	<b>Importo €</b>
– Finanziamenti non correnti	2.942.825
– TFR e altri fondi	9.863.663
– Fondo rischi e oneri non correnti	17.969.643
– Passività per imposte differite	3.661.512
<b>Totale</b>	<b>34.437.643</b>

La voce contabile “Finanziamenti non correnti” è costituita dal solo “Deposito cauzionale passivo verso Eurofly”. Il dettaglio delle voci contabili “TFR e altri fondi”, “Fondo rischi e oneri non correnti” e “Passività per imposte differite” è invece riportato nelle tabelle che seguono.

<b>TFR e altri fondi:</b>	<b>Importo €</b>
– Trattamento di fine rapporto	8.402.882
– Biglietti agevolati	1.460.781
<b>Totale</b>	<b>9.863.663</b>

<b>Fondi rischi e oneri non correnti:</b>	<b>Importo €</b>
– Fondo rischi per vertenze legali	8.024.874
– Fondo ripristino aeromobili Airbus in nolo	924.000
– Fondo ripristino aeromobili MB in nolo	9.020.769
<b>Totale</b>	<b>17.969.643</b>

<b>Passività per imposte differite:</b>	<b>Importo €</b>
– Rivalutazione cespiti fiscalmente irrilevante	3.132.557
– Svalutazione cespiti fiscalmente irrilevante	-234.502
– Storno fondo manutenzioni cicliche	231.733
– Partecipazioni in controllate al <i>fair value</i>	118.731
– Effetto IAS 17 – Componenti elettronici	2.596
– TFR e altri benefici a dipendenti	86.527
– Attività e passività in valuta	323.870
<b>Totale</b>	<b>3.661.512</b>

(ii) *Passività correnti.*

La posta “Passività correnti” alla data del 31 agosto 2009 in oggetto è composta dalle seguenti voci:

<b>Passività correnti:</b>	<b>Importo €</b>
– Quota corrente dei finanziamenti non correnti	101.296
– Debiti commerciali e altre passività	108.344.018

– Passività finanziarie correnti	3.917.905
<b>Totale</b>	<b>112.363.219</b>

La “Quota corrente di finanziamenti non correnti” è costituita dalla sola voce “Quota corrente dei debiti per *leasing* finanziari” e la voce “Passività finanziarie correnti” è costituita dalla sola voce “*Derivati Trading*”. Il dettaglio della voce contabile “Debiti commerciali e altre passività correnti” al 31 agosto 2009 è riportato nella tabella che segue (importi in Euro).

<b><i>Debiti commerciali:</i></b>	<b>74.244.970</b>
– Debiti verso fornitori	64.317.792
– Debiti commerciali verso controllate	9.927.178
<b><i>Altre passività correnti:</i></b>	<b>34.099.048</b>
– Debiti per biglietti prepagati	21.405.055
– Debito verso dipendenti	3.519.610
– Debiti verso istituti previdenza	2.273.465
– Acconti	556.346
– Debiti per tasse d'imbarco su biglietti prepagati	6.271.590
– Debito IVA	12.132
– Altri	60.850
<b>Totale debiti commerciali e altre passività correnti</b>	<b>108.344.018</b>

### B.3 Personale.

Il Ramo *Aviation* comprende numero 10 dirigenti, 929 dipendenti a tempo indeterminato, 130 dipendenti a tempo determinato, 6 stage e 5 contratti di collaborazione.

### B.4 Contratti.

Il Ramo *Aviation* comprende infine i contratti funzionali allo svolgimento delle attività ad esso relative, compresi i diritti di volo.

## 3.3 Determinazione del valore economico del Ramo *Aviation*. Metodo valutativo applicato e risultati conseguiti dall'Esperto.

### A. Applicazione del metodo valutativo finanziario (UDCF – Unlevered Discounted Cash Flow).

Il valore economico del Ramo *Aviation* è stato calcolato dall'Esperto mediante l'impiego del metodo finanziario.

L'adozione del metodo finanziario trova ragione, secondo l'Esperto, nel fatto che la metodologia in parola costituisce, per concorde dottrina, il metodo di valutazione più “razionale”: il valore economico di un'azienda è, infatti, secondo la definizione classica dell'economia aziendale, un valore unico risultante dall'attualizzazione dei flussi di cassa prospettici. Il metodo finanziario, pertanto, dovrebbe essere utilizzato ogni qual volta si disponga – come è nel caso di specie – di previsioni estese a un congruo arco temporale, circa l'andamento economico dell'azienda/ramo d'azienda oggetto di stima.

Il metodo finanziario è stato applicato nella versione che prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa attesi della gestione operativa (*UDCF – Unlevered Discounted Cash Flow*, o, in sintesi, “**DCF**”) relativi al periodo di durata dell'iniziativa economica (assunta indefinita). Al valore così determinato è stato sommato algebricamente il valore della posizione finanziaria netta e il valore dei *surplus asset* (le partecipazioni detenute in Wokita e Same Italy), anch'essi stimati con la medesima metodologia valutativa.

I flussi finanziari operativi attesi per il periodo 2010-2018 sono stati calcolati sulla base del piano economico – finanziario prospettico relativo al Ramo *Aviation* (il “**Piano Aviation**”), predisposto avendo riferimento ai risultati evidenziati nel *Business Plan 2010-2018 “stand-alone” revised version* del 5 novembre 2009 sviluppato dal *management* di Meridiana, nel presupposto – poi effettivamente verificatosi – dell'approvazione del medesimo Piano Aviation dal Consiglio di Amministrazione di Meridiana in data odierna.

Il valore terminale del Ramo *Aviation* è stato calcolato in ipotesi di continuazione dell'attività nel perpetuo alle medesime condizioni previste per l'ultimo anno di previsione esplicita. In particolare, il valore terminale è stato determinato attualizzando il flusso di cassa operativo riferito all'ultimo anno opportunamente stabilizzato, come meglio descritto nella Relazione dell'Esperto.

Il tasso di attualizzazione dei flussi della gestione operativa è stato determinato dall'Esperto nella misura dell'11% (valore arrotondato) tenuto conto di un costo del capitale proprio del 12,06% (*risk free* 4,15% + *risk premium* 4,91% + *specific company risk* 3,00%), di un costo del capitale di credito del 5,72% e di un rapporto *debt/equity* pari a 0,178.

Il saggio di crescita attesa (“g”) del reddito stabilizzato è stato calcolato pari a zero, tenuto conto dell'esigenza di mitigare eventuali rischi di piena realizzazione delle ipotesi alla base del Piano *Aviation*.

I *surplus asset*, rappresentati dalle partecipazioni al 50% del capitale di Wokita e al 50% del capitale di Same Italy, sono stati valutati con la medesima metodologia valutativa usata per il Ramo *Aviation*, tenendo conto dei piani economici delle due società predisposti dal *management* delle stesse. In considerazione della particolare situazione nella quale si trovano Wokita e Same Italy, l'Esperto ha ritenuto opportuno rettificare i valori del tasso di attualizzazione allo scopo di incorporare l'effetto derivante dalla maggiore rischiosità di tali attività rispetto a quelle del Ramo *Aviation* nonché quello che discende dall'analisi delle crescite contenute nei due piani aziendali e, in particolare, in quello di Wokita.

#### B. *Presupposti e limitazioni delle conclusioni contenute nella Relazione dell'Esperto*

L'Esperto ha ritenuto opportuno fare presente che le conclusioni contenute nella Relazione dell'Esperto devono essere interpretate alla luce dei seguenti presupposti e delle limitazioni nel seguito riepilogate:

- la valutazione è stata effettuata sulla base delle condizioni economiche e di mercato attuali e alla luce degli elementi di previsione ragionevolmente ipotizzabili. A questo proposito non può non essere tenuta in debita considerazione la difficoltà di svolgere previsioni nell'attuale contesto economico e finanziario;
- la stima non tiene conto della possibilità del verificarsi di eventi di natura straordinaria e imprevedibile (ad es. nuove normative di settore, variazioni della normativa fiscale ad oggi ignote e degli scenari politici e sociali);
- la valutazione è fondata sul presupposto che il Piano *Aviation* abbia corso e si dia luogo agli ipotizzati interventi di rinnovamento della flotta, di efficientamento della gestione e di sviluppo del *business*, necessari a consentire al Ramo *Aviation* di giungere, nel tempo, alle prospettate condizioni di redditività. In proposito, deve essere rappresentato che Meridiana, di cui il Ramo *Aviation* è parte sostanziale, ha registrato nel 2008 perdite rilevanti confermatesi anche nei primi mesi dell'esercizio 2009;

- la stima presuppone che l'entità risultante dalla aggregazione sia in grado di finanziare gli assorbimenti di liquidità e le perdite economiche (ivi compreso il *deficit* patrimoniale, che risulta dalla situazione contabile alla data di riferimento della stima) che il Piano *Aviation* incorpora. Nessuna valutazione, in tal senso, peraltro è stata effettuata dall'Esperto che ha valutato il Ramo *Aviation* nel presupposto del verificarsi delle ipotesi contenute nel predetto Piano *Aviation* e nel presupposto che la società risultante dall'aggregazione abbia la capacità finanziaria e patrimoniale per potere sostenere gli assorbimenti di liquidità e le perdite che il Ramo *Aviation* si prevede dovrà sopportare negli anni più prossimi di piano per potere poi sviluppare in pieno la propria redditività;
- sebbene la stima del valore sia da considerarsi accurata e completa da un punto di vista sostanziale, nulla di quanto contenuto nella Relazione dell'Esperto deve essere ritenuto una promessa o una rappresentazione dei risultati futuri del Ramo *Aviation*;
- tutte le informazioni che costituiscono il supporto quantitativo e qualitativo della stima dell'Esperto sono state fornite da Meridiana;
- l'Esperto, pur avendo adottato le precauzioni per un'attenta valutazione dei dati, dei documenti e delle informazioni a disposizione e, pur avendo svolto l'incarico con diligenza, professionalità e indipendenza di giudizio, non avendo effettuato alcun *audit* sui dati forniti, non risponde della completezza, accuratezza, attendibilità e rappresentatività di tali dati, documenti e informazioni; resta ferma, quindi, la responsabilità di Meridiana per qualsiasi errore od omissione concernente tali documenti, dati e informazioni e per qualsiasi errore od omissione che dovesse emergere in sede di valutazione a seguito del loro impiego;
- la determinazione del valore economico del Ramo *Aviation* è stata effettuata con riferimento alla data del 31 agosto 2009; si precisa che l'Esperto è stato informato da Meridiana che i flussi economico-finanziari relativi al periodo compreso tra la data di riferimento della stima e la data di effettuazione dell'operazione di aggregazione aziendale (allo stato indicativamente il 31 dicembre 2009) resteranno di competenza di Meridiana e non concorreranno quindi a formare il valore del Ramo *Aviation*, con la conseguenza che il dato di posizione finanziaria netta al 31 agosto 2009 risulta stimato in quanto calcolato al netto delle variazioni della posizione finanziaria netta previste fino al 31.12.2009 non riferibili – per quanto precisato all'Esperto – al Ramo *Aviation* medesimo. Tale impostazione è soggetta all'approvazione da parte del Consiglio di Amministrazione di Meridiana;
- le conclusioni cui l'Esperto è pervenuto sono basate sul complesso delle valutazioni contenute nella Relazione dell'Esperto e, pertanto, nessuna parte della stessa potrà comunque essere utilizzata disgiuntamente rispetto al documento nella sua interezza.

C. *Principali difficoltà incontrate dall'Esperto nell'espletamento dell'incarico.*

Nella Relazione dell'Esperto, l'Esperto ha inoltre evidenziato le principali difficoltà incontrate nell'espletamento dell'incarico e qui di seguito riportate:

- le forti incertezze in ordine all'andamento del settore del trasporto aereo rendono difficili le valutazioni in ordine all'effettiva realizzabilità delle azioni sottostanti il Piano *Aviation*;
- le grandezze risultanti dal Piano *Aviation*, e in particolare i valori di fatturato, Ebitda, Ebit e di flusso finanziario risultano particolarmente sensibili alle fluttuazioni di alcuni parametri valutativi quali, in particolare, il volume dei passeggeri trasportati, il tasso di crescita dello *yield*, il *load factor* della flotta, l'andamento del costo del carburante, l'andamento del cambio euro/dollaro e l'onerosità dei contratti di leasing; variazioni, anche limitate, di tali parametri determinano significative variazioni nel valore del Ramo *Aviation*;

- il Piano *Aviation* prevede negli esercizi 2010-2012 rilevanti assorbimenti di cassa e perdite economiche che determinano un fabbisogno finanziario e patrimoniale nel breve periodo di entità rilevante la cui copertura è condizione essenziale per potere poi beneficiare del valore che il Ramo *Aviation* sarà in grado di produrre nel medio-lungo termine. Il valore risultante dalla stima presuppone che l'entità nella quale confluirà il Ramo *Aviation* abbia tale capacità finanziaria e patrimoniale. Nessuna valutazione in tal senso è stata peraltro condotta dall'Esperto;

- l'impiego di un piano economico-finanziario caratterizzato da assunzioni che, sebbene siano state valutate da parte del *management* di Meridiana ed asseverate da *advisor* strategici esterni, risultano sfidanti nella loro realizzazione fa sì che eventuali scostamenti negativi, nei modi e nei tempi di realizzo degli obiettivi del piano economico-finanziario, incidano significativamente sul valore risultante dalla stima effettuata;

- lo scorporo dal Ramo *Aviation* dei flussi economico-finanziari relativi al periodo 1 settembre 2009 – 31 dicembre 2009 (che rimarranno in capo a Meridiana) determina che la posizione finanziaria netta del Ramo *Aviation* alla data di riferimento della stima risulti stimata in quanto assimilata al dato previsionale riferito al 1° gennaio 2010 di cui al piano economico-finanziario approvato da Meridiana;

- l'indisponibilità dei dati relativi alla situazione patrimoniale delle due partecipate comprese nel Ramo *Aviation* alla data del 31 agosto 2009 e del dato previsionale dell'ultimo quadrimestre del 2009 hanno costretto alla determinazione del valore delle due partecipazioni sulla base del solo piano industriale delle stesse partecipate (2010-2013), assumendo quale posizione finanziaria netta il dato del 31 dicembre 2009 e l'assenza di flussi nel periodo 1 settembre 2009 – 31 dicembre 2009. I flussi della gestione operativa delle due partecipate risultanti dal Piano *Aviation* sono stati attualizzati, così come il *terminal value*, alla data del 31 agosto 2009.

L'Esperto ha peraltro dichiarato che non gli sono note circostanze che possano impedire il verificarsi delle assunzioni dianzi rappresentate.

#### D. Conclusioni dell'Esperto.

La tabella sottostante riepiloga i risultati della valutazione effettuata dall'Esperto:

Descrizione	Importi in €/mln
Flussi previsione esplicita	11,32
<i>Terminal value</i>	57,92
<i>Enterprise value</i> (EV)	<b>69,24</b>
<i>Surplus assets</i> (SA)	7,12
PFN	(23,80)
<b>W</b>	<b>52,56</b>

La Relazione dell'Esperto si conclude con l'affermazione che il valore economico del Ramo *Aviation* alla data del 31 agosto 2009 risulta pari a 52,56 milioni di Euro, "valore equo" calcolato in conformità a principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione di aziende o rami d'azienda, così come previsto dall'articolo 2343-ter del codice civile.

#### 4. CONSIDERAZIONI DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE IN MERITO ALLA VALORIZZAZIONE DEL RAMO *AVIATION* E DETERMINAZIONE DEL VALORE ECONOMICO DEL CAPITALE DI EUROFLY.

##### 4.1 Considerazioni preliminari del Consiglio di Amministrazione.

Il Consiglio di Amministrazione, dopo attento esame dei profili industriali dell'Integrazione, quali risultanti dal Piano Industriale Integrato, anche sulla base delle analisi di sensitività condotte dall'*Advisor* Industriale, ritiene, sulla base delle considerazioni svolte nel precedente paragrafo 1, che l'Integrazione sia connotata da significativi profili di strategicità.

Posta questa premessa relativa alla razionalità della scelta di dare attuazione all'Integrazione, il Consiglio, tenuto conto che l'operazione proposta si configura, dal punto di vista formale, come un aumento di capitale con conferimento di beni in natura, ritiene che sia precipuamente compito del Consiglio medesimo, ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma, del codice civile, proporre un congruo prezzo di emissione delle nuove azioni riservate al soggetto conferente i beni in natura a tutela dei diritti patrimoniali dei soci attuali.

A tal fine il Consiglio di Amministrazione si è quindi preoccupato di individuare criteri di valorizzazione dei capitali economici del Ramo *Aviation* e della Società razionali, ovvero appropriati in relazione alla fattispecie ed applicati in modo omogeneo compatibilmente con gli elementi caratteristici dei rispettivi oggetti di valutazione. Nello svolgere la propria attività, inoltre, il Consiglio ha valutato il Ramo *Aviation* e la Società come entità operativamente disgiunte, non tenendo conto, quindi, di eventuali sinergie strategiche, operative o finanziarie, capaci di generare valori incrementali per effetto dell'Integrazione

Il Consiglio di Amministrazione è quindi giunto alla determinazione dell'importo dell'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento e del numero di azioni da emettere in esecuzione del predetto Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento a seguito di un'analisi della documentazione di supporto ritenuta esaustiva ed idonea a consentire lo svolgimento di una accurata valutazione relativa al valore del capitale economico del Ramo *Aviation* e della Società.

Preliminarmente il Consiglio di Amministrazione, in considerazione del fatto che l'Integrazione si configura come un'operazione tra parti correlate ai sensi della normativa applicabile, ha ritenuto opportuno avvalersi della consulenza di un esperto indipendente non solo in ragione della opportunità di avvalersi di consulenti dotati della professionalità necessaria per l'effettuazione di simili valutazioni, ma anche al fine di conformarsi ai principi di cui all'articolo 2391-*bis* del codice civile. Infatti, ai sensi dell'articolo 2391-*bis* del codice civile, gli amministratori devono adottare regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate e possono farsi assistere da esperti indipendenti in ragione della natura, del valore e delle caratteristiche dell'operazione. L'assistenza di esperti indipendenti ai fini delle valutazioni di competenza del consiglio di amministrazione, in ragione della natura, del valore o delle caratteristiche dell'operazione, è quindi particolarmente opportuna in relazione alle valutazioni quali quelle relative all'Integrazione per assicurare il rispetto dei principi stabiliti dal citato dell'articolo 2391-*bis* del codice civile.

In questa prospettiva, in data 1 ottobre 2009 il Consiglio di Amministrazione di Eurofly ha conferito a Centrobanca S.p.A. (“**Centrobanca**” o l’“**Advisor Finanziario**”) l'incarico di:

- supportare il Consiglio di Amministrazione nell'effettuazione di valutazioni autonome relative al valore economico del Ramo *Aviation* al fine di verificare la non arbitrarietà ed irragionevolezza dei risultati raggiunti dall'Esperto; Centrobanca in data 19 novembre 2009 ha emesso una relazione in merito alla valorizzazione indicativa del capitale economico del Ramo *Aviation* (la “**Relazione sulla Valorizzazione del Ramo *Aviation***”);
- l'incarico di emettere una *fairness opinion* finalizzata a supportare il Consiglio di Amministrazione nella determinazione del prezzo di emissione delle azioni rivenienti dall'Aumento del Capitale

Sociale da liberare mediante il Conferimento; Centrobanca in data 19 novembre 2009 ha emesso una relazione in merito alla determinazione del valore del capitale economico di Eurofly (la “*Fairness Opinion*”).

#### **4.2 La Relazione sulla Valorizzazione del Ramo *Aviation* e le considerazioni del Consiglio di Amministrazione.**

##### **A. Premessa.**

La valutazione del capitale economico del Ramo *Aviation* è stata effettuata dal Consiglio di Amministrazione dopo accurato esame della Relazione dell’Esperto e della Relazione sulla Valorizzazione del Ramo *Aviation*, dalla quale emerge che il valore determinato dall’Esperto trova adeguata conferma nelle analisi di valore effettuate dall’*Advisor* Finanziario.

In particolare, il Consiglio di Amministrazione, esaminata approfonditamente la Relazione sulla Valorizzazione del Ramo *Aviation*, a cui si rimanda per una più esaustiva descrizione delle attività valutative svolte, ha ritenuto di:

- confermare la validità del metodo adottato dall’Esperto;
- condividere le scelte effettuate dall’Esperto in termine di singole *assumptions*;
- condividere i risultati derivanti dalla relativa applicazione del metodo.

Avvalendosi del supporto dell’*Advisor* Finanziario, il Consiglio di Amministrazione ha proceduto ad una autonoma valorizzazione del Ramo *Aviation* tenuto conto, in particolare:

- del Piano *Aviation*;
- del documento di *Strategy Assessment* presentato da ATKearney in data 3 novembre 2009, contenente tra l’altro un’analisi di sensibilità sulle previsioni dei flussi di cassa operativi del Ramo *Aviation* in ottica *stand-alone* fino al 2015;
- della Relazione dell’Esperto.

Sulla base di tali documenti, si è innanzitutto proceduto ad un esame critico delle metodologie utilizzate dall’Esperto ai fini della determinazione del valore economico del Ramo *Aviation*, ripercorrendo e sottoponendo a vaglio indipendente la scelta degli specifici criteri valutativi e delle relative ipotesi di base e parametri applicativi.

È stata inoltre svolta una autonoma determinazione del valore del capitale economico del Ramo *Aviation*, applicando il metodo dello sconto dei flussi di cassa futuri (“DCF”).

##### **B. Esame della metodologia valutativa applicata dall’Esperto.**

Occorre anzitutto rilevare che il metodo finanziario dello sconto dei flussi di cassa futuri (“DCF”), adottato dall’Esperto per determinare il valore economico del Ramo *Aviation*, è ampiamente considerato appropriato, sia nella dottrina sia nella pratica, per effettuare una valutazione con criteri razionali in presenza di dati previsionali puntuali su un orizzonte temporale significativo.

Sulla base dell’analisi condotta con il supporto dell’*Advisor* Finanziario, si ritiene in particolare che non sussistano motivi per considerare che la scelta della suddetta metodologia non sia fondata in relazione alla tipologia dell’entità oggetto di valutazione, della sua attività e del Piano *Aviation*, o per ritenere che la

predetta metodologia non sia stata adottata correttamente. L'Esperto ha inoltre rappresentato correttamente ed esaurientemente i profili di rischio e gli aspetti critici sia del Piano *Aviation* sia della attività di valutazione svolta.

Pur rilevando che l'Esperto ha utilizzato un solo metodo di valutazione, si ritiene che, nella specifica situazione, tale scelta sia accettabile, in quanto metodi alternativi fornirebbero risultati fuorvianti o scarsamente significativi.

I metodi patrimoniali sarebbero infatti da escludersi, principalmente per la particolare natura del complesso di beni, autorizzazioni ed attività che consentono il funzionamento del Ramo *Aviation*, che potrebbero non trovare riscontro in valori di mercato, anche per l'esistenza di limitazioni giuridiche alla trasferibilità di particolari *asset*.

Si è inoltre ritenuto che i metodi reddituali presentino dei profili di similitudine con il metodo finanziario (entrambi si basano sulle prospettive economiche future dell'azienda) ma non consentano di riflettere nel valore ricercato l'impatto delle dinamiche finanziarie ed in particolare dei benefici in termini di azioni strategiche finalizzate a ridurre il capitale investito (e.g. azioni di riduzione del capitale circolante). Per tale motivo è ormai consolidata la prassi di preferire a tali metodi l'uso di metodi finanziari quali il metodo utilizzato dall'Esperto.

Con riferimento ai metodi di mercato, quali il metodo delle transazioni simili e dei multipli di mercato, si osserva quanto segue.

Per quanto riguarda il metodo delle transazioni simili, date le peculiarità dell'oggetto di valutazione si è ritenuto che non sussistano transazioni effettivamente assimilabili.

Per quanto riguarda il metodo dei multipli di mercato, si osserva inoltre che:

(i) il *panel* dei *comparables*, a livello sia nazionale, sia internazionale, non risulta sufficientemente omogeneo con riferimento in particolare alla dimensione, al modello di *business* e allo stadio del ciclo di vita della società;

(ii) nella migliore prassi di mercato riguardante la valutazione delle compagnie aeree, trovano largo utilizzo multipli di mercato cd. *Adjusted*, in cui gli aggiustamenti sono effettuati principalmente per rendere confrontabili compagnie con diversi modelli di possesso della flotta (in proprietà o in *leasing* operativo); di conseguenza il calcolo dei multipli tiene in considerazione la posizione finanziaria netta implicita nei canoni di *leasing* calcolata secondo opportuni algoritmi. L'applicazione dei multipli *Adjusted* relativi alle principali compagnie aeree europee quotate ai dati prospettici relativi agli anni 2010-2011 (anni per cui è disponibile un sufficiente numero di osservazioni) del Ramo *Aviation* restituisce valori negativi;

(iii) applicando multipli non *Adjusted*, i risultati del *panel* applicati ai dati prospettici relativi agli anni 2010-2011 del Ramo *Aviation* restituiscono valori positivi con riferimento ai multipli EV/Sales ed EV/EBITDAR. Si ritiene tale metodo di scarsa rilevanza alla luce del fatto che il modello di *business* delle attività *aviation* di Meridiana prevede un ampio ricorso al *leasing* operativo (i cui effetti economici non sono evidenziati dal margine EBITDAR) e il Piano *Aviation* presenta marginalità operative e utile netto negativi per gli anni 2010 e 2011, avendo un EBIT positivo solo a partire dal 2013. Di conseguenza, si considera fuorviante il confronto con compagnie dal profilo reddituale più stabile ed equilibrato, mentre non è possibile applicare dati di mercato ai parametri finanziari oltre il 2012 a causa dell'assenza di dati attendibili sui *comparables*.

### **C. Esame critico delle ipotesi e dei parametri selezionati dall'Esperto.**

Sempre con il supporto dell'*Advisor* Finanziario, il Consiglio di Amministrazione ha proceduto ad esaminare criticamente le ipotesi adottate e i parametri scelti per l'applicazione della metodologia valutativa DCF, raggiungendo le conclusioni di seguito riportate.

(a) Scelta della data di riferimento: è stato adottato il 31 agosto 2009, per garantire tra l'altro omogeneità con le valutazioni effettuate per la determinazione del valore del capitale economico di Eurofly e del prezzo di emissione delle azioni a servizio dell'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento. Poiché il Piano *Aviation* copre il periodo dal 1° gennaio 2010 al 31 dicembre 2018, è stata acquisita dall'Esperto conferma che i flussi economico-finanziari relativi al periodo compreso dalla data di riferimento della stima e il 31 dicembre 2009 resteranno di competenza della società conferente. Pertanto, la posizione finanziaria netta al 31 agosto 2009 risulta stimata, ed è ipotizzata pari al dato previsionale al 1° gennaio 2010. I flussi di cassa operativi nonché il *Terminal Value* sono stati poi attualizzati al 31 agosto 2009.

(b) Calcolo dei flussi di cassa: i flussi di cassa operativi per il periodo di previsione esplicita sono stimati a partire dal risultato operativo per ciascun anno di piano (EBIT). Il flusso di cassa operativo di lungo termine è stimato a partire dall'EBITDA dell'ultimo anno di previsione esplicita, cui sono sottratti investimenti normalizzati, ipotizzati sostanzialmente pari agli ammortamenti; non è prevista alcuna variazione del capitale circolante, mentre la tassazione è commisurata alle aliquote IRAP e IRES vigenti.

(c) Determinazione del tasso di attualizzazione: il valore arrotondato del costo medio ponderato del capitale (WACC), risulta pari al 11%, in base a (i) un costo del capitale di rischio pari al 12,06% (le cui componenti sono: *risk-free* del 4,15%, un premio per il rischio del 4,91% ed un premio per il rischio specifico del 3,00%; (ii) un costo del debito pari al 5,72% e (iii) un rapporto *debt/equity* pari a circa 17,8%.

(d) Scelta del tasso di crescita: il tasso di crescita perpetuo (g) utilizzato è pari allo 0% in considerazione dell'esigenza di mitigare eventuali incertezze legate alla realizzazione delle ipotesi alla base del Piano *Aviation* e delle previsioni formulate in merito alla crescita di lungo termine del *business*.

(e) Calcolo del *Terminal Value*: a causa dell'entità dei flussi di cassa negativi dei periodi più prossimi di pianificazione esplicita e della distribuzione temporale dei flussi di cassa positivi a regime, si rileva che l'incidenza del *Terminal Value* rispetto al valore attuale cumulato dei flussi relativi al periodo di pianificazione esplicita è particolarmente significativa (oltre 80%), pertanto la valutazione è fortemente soggetta alle ipotesi adottate per il relativo calcolo.

(f) Valorizzazione dei *Surplus Assets*, e in particolare delle partecipazioni pari al 50% rispettivamente in Wokita e Same Italy: tali partecipazioni sono state valutate con la medesima metodologia valutativa (DFC) usata per il Ramo *Aviation*, tenendo conto dei piani economici delle due società partecipate, predisposti dal *management* delle stesse. In considerazione della particolare situazione nella quale si trovano le due società, l'Esperto ha ritenuto opportuno rettificare i valori del tasso di attualizzazione allo scopo di incorporare l'effetto derivante dalla maggiore rischiosità di tali attività rispetto a quelle del Ramo *Aviation* nonché quello che discende dall'analisi delle crescite contenute nei due piani aziendali delle partecipate e, in particolare, in quello di Wokita. I WACC utilizzati sono stati pari a 22,61% per Wokita e 12,00% per Same Italy.

#### D. *Valutazione autonoma del Ramo Aviation.*

Sempre avvalendosi del supporto dell'*Advisor* Finanziario, il Consiglio di Amministrazione ha svolto una autonoma determinazione del valore del capitale economico del Ramo *Aviation*, applicando il metodo dello sconto dei flussi di cassa futuri ("DCF").

Le principali difficoltà valutative riscontrate nell'applicazione del metodo principale risiedono nella opportunità di procedere ad una normalizzazione dei flussi di cassa, nella scelta del Tasso di attualizzazione (WACC), nel calcolo del *Terminal Value* e nella valorizzazione dei *Surplus Assets*.

Come anticipato, il metodo in oggetto, di tipo finanziario, si basa sul presupposto che il valore di una azienda per i propri portatori di interessi sia direttamente correlato alla sua capacità di generare flussi di cassa, opportunamente attualizzati per tenere conto dei diversi periodi temporali nei quali essi si manifesteranno, secondo la seguente relazione:

$$W = EV - PFN +/- SA$$

dove

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

con:

W = valore del capitale economico;

EV = valore dell'azienda;

CF<sub>t</sub> = flussi di cassa puntuali stimati negli anni di piano;

n = durata del periodo di previsione analitica dei flussi di cassa;

TV = valore finale (terminal value) dell'investimento all'anno n;

WACC = tasso di attualizzazione, corrispondente al costo medio ponderato del capitale investito (equity e debito);

PFN = valore dell'indebitamento finanziario netto;

SA = valore corrente dei Surplus Assets (attività non strumentali all'attività operativa)

#### Stima dei flussi di cassa del Ramo Aviation.

Con l'ausilio dell'Advisor finanziario, si è proceduto a stimare il valore dei flussi di cassa operativi in base alle risultanze del Piano Aviation, considerando gli esercizi dal 2010 a tutto il 2018 come periodo di previsione esplicita. Nonostante la data di riferimento della valutazione sia il 31 agosto 2009, non sono stati presi in considerazione i flussi relativi al periodo 1 settembre - 31 dicembre 2009, sulla base della dichiarazione di Meridiana che garantisce la permanenza dei medesimi in capo alla conferente.

Il Piano Aviation rispecchia anzitutto le direttive di sviluppo del Ramo Aviation in ottica *stand-alone*, ossia a prescindere dalle eventuali sinergie derivanti dall'Integrazione: esso prevede una situazione di *deficit* patrimoniale per la maggior parte degli anni di previsione esplicita ed importanti assorbimenti di cassa per i periodi di pianificazione esplicita più prossimi. La valutazione effettuata presuppone pertanto la sussistenza di requisiti di continuità aziendale che si realizzeranno nell'ambito dell'Integrazione. A questo proposito si ricorda che, come sopra anticipato, in data odierna il Consiglio di Amministrazione ha approvato il Piano Industriale Integrato. Tale piano prevede, *inter alia*, un intervento di ricapitalizzazione per cassa mediante esercizio della Delega per l'Aumento di Capitale (si confronti al riguardo la relazione illustrativa della proposta di incremento della Delega per l'Aumento di Capitale che sarà sottoposta all'assemblea degli Azionisti unitamente alla proposta relativa all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento).

Ai fini del calcolo dei flussi di cassa operativi del Ramo Aviation, si è partiti dal risultato operativo per ciascun anno di piano (EBIT) cui:

- è stato sottratto il carico fiscale figurativo calcolato in base alle aliquote attualmente vigenti,
- sono successivamente stati sommati gli ammortamenti; e
- sommate algebricamente le variazioni del capitale circolante netto, dei fondi diversi ed il saldo netto delle attività di investimento.

Le imposte sono state calcolate in base ad una aliquota IRAP pari al 3,9% e ad una aliquota IRES del 27,5%.

### Tasso di attualizzazione.

Nella determinazione del tasso di attualizzazione, si è ha considerata la seguente formula, che esprime il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, "WACC"):

$$WACC = K_d \times (1-t) \times \left[ \frac{D}{(D+E)} \right] + K_e \times \left[ \frac{E}{(D+E)} \right]$$

con

$K_d$  = costo dell'indebitamento;

$D$  = indebitamento finanziario netto;

$E$  = patrimonio netto (valore di mercato);

$t$  = aliquota fiscale;

$K_e$  = costo del capitale di rischio, che dipende sia da una componente di rendimento privo di rischio che da una componente espressiva del rischio di mercato e di settore, tra cui il coefficiente Beta.

Il WACC risulta pari al 10,81% derivante da ,

- un costo del capitale di rischio dell'11,65%, stimato utilizzando il c.d. metodo del *Capital Asset Pricing Model* ("CAPM"), secondo la seguente formula:

$$K_e = r_f + \text{beta} * \text{MRP}$$

Con:

$r_f$ : rendimento di titoli privi di rischio

beta: coefficiente di rischio

MRP: *Market Risk Premium* (premio di rischio di mercato).

Il metodo del CAPM è stato basato su un tasso *risk-free* stimato del 4,05%, un premio per il rischio, del 6,50% in considerazione della maggiore rischiosità dell'investimento in azioni, nonché un ulteriore 2,50% a titolo di premio per il rischio specifico, in ragione della dimensione relativa e della assenza di quotazione delle azioni di Meridiana, nonché della particolare fase operativa in cui essa si trova (*turnaround* della flotta). Il coefficiente Beta è stato desunto dalla serie storica delle quotazioni di mercato di un *panel* di società comparabili, osservate nell'arco di quattro anni, con le opportune rettifiche 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 Meridiana (calcolata in base alla mediana del *panel* selezionato);

- un costo del debito al lordo della fiscalità del 7,94%, stimato in modo da riflettere le attuali condizioni di mercato, in base al medesimo tasso privo di rischio adottato per il calcolo del costo del capitale di rischio, maggiorato dello *spread* medio dei *Credit Default Swaps* a 10 anni per alcune tra le principali compagnie aeree quotate.

### Valore terminale (*Terminal Value*).

Il calcolo del *terminal value* si basa sulla formula di Gordon, utilizzando le seguenti ipotesi, che tengono tra l'altro conto del riequilibrio economico, patrimoniale e finanziario previsto a fine Piano *Aviation*:

- reddito operativo al netto degli esborsi fiscali (“NOPAT”) di equilibrio, stimato a partire dall’EBITDA dell’ultimo anno di previsione esplicita;
- investimenti normalizzati sostanzialmente pari agli ammortamenti;
- variazione nulla del capitale circolante;
- tassazione in base alle aliquote IRAP e IRES vigenti, rispettivamente pari al 3,9% e 27,5%;
- tasso di crescita perpetua pari a 0%.

Il flusso di cassa operativo così ricavato è stato attualizzato al 2018 ad un tasso pari al WACC: il valore risultante è pari a circa Euro 59,04 milioni.

Si rileva che il *Terminal Value* sopra calcolato esprime un multiplo rispetto all’EBITDA del 2018 pari a circa 5x, che risulta ragionevolmente in linea con il multiplo EV/EBITDA storicamente espresso dal settore.

#### Posizione Finanziaria Netta e *Surplus Assets*.

Al fine di determinare il valore del capitale economico (*Equity Value*) del Ramo *Aviation*, all’*Enterprise Value* ricavato dalla somma algebrica dei flussi di cassa prodotti nel periodo di pianificazione esplicita con il flusso del *terminal value*, tutti opportunamente scontati secondo il WACC per tenere conto del fattore temporale, sono stati sommati algebricamente:

- il valore della Posizione Finanziaria Netta (“PFN”) alla data del 31 dicembre 2009, assimilata a quella al 31 agosto 2009 per le ipotesi sopra descritte, pari a Euro 23,80 milioni circa, e formata dal saldo netto tra indebitamento finanziario a breve per circa Euro 0,10 milioni, debiti commerciali in contenzioso per circa Euro 7,94 milioni, e importo dei debiti commerciali scaduti da oltre 30 giorni, per circa Euro 15,76 milioni, nonché
- il valore dei *Surplus Assets*, ossia le attività i cui risultati non sono inclusi nel calcolo del flussi di cassa nel periodo di pianificazione esplicita, per gli importi rispettivamente di (i) Euro 2,49 milioni per la partecipazione rappresentativa del 50% del capitale sociale in Wokita; (ii) Euro 4,31 milioni per la partecipazione rappresentativa del 50% del capitale sociale di Same Italy.

Si segnala peraltro che, per le società Wokita e Same Italy, il cui restante 50% del capitale sociale è detenuto da Eurofly, si è proceduto ad una stima sintetica del valore economico a partire dai piani industriali previsionali redatti da Wokita e Same Italy in occasione del conferimento in Eurofly, da parte di Meridiana, delle partecipazioni rappresentative del 50% del capitale delle due società. La predetta stima, è stata poi confrontata con i dati consuntivi per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2007 e 31 dicembre 2008 nonché con i dati pre-consuntivi per la chiusura al 31 dicembre 2009.

In particolare, i dati consuntivi relativi all’esercizio 2008 mostrano rilevanti scostamenti negativi nella marginalità rispetto a quanto in origine pianificato. Si ritiene tuttavia che le prospettive future delle due società partecipate potrebbero migliorare, in ragione della ripresa del mercato nonché delle positive ricadute delle operazioni di riorganizzazione societaria nella struttura di controllo. In considerazione di ciò, si è provveduto a rettificare prudenzialmente il loro valore rispetto al valore di carico.

#### Risultato del metodo di valutazione DCF. Conclusioni.

Sulla base delle ipotesi e delle considerazioni precedentemente esposte, elaborate con l'ausilio dell'*Advisor* Finanziario, si ritiene che il valore del capitale economico del Ramo *Aviation* risulti compreso tra Euro 48,28 milioni ed Euro 59,93 milioni, con un valore medio di Euro 53,71 milioni.

<b>Calcolo Equity Value €000</b>	
<b>EV</b>	<b>70.708</b>
<b>PFN @ 31.08.09</b>	<b>23.798</b>
<b>Equity Value</b>	<b>46.910</b>
<b>Surplus Assets</b>	
50 % Wokita	2.486
50% SameItaly	4.314
<b>Equity Value Totale</b>	<b>53.710</b>

Dall'analisi della Relazione dell'Esperto e delle metodologie valutative ivi indicate, emerge che il valore attribuito dall'Esperto al capitale economico *stand alone* del Ramo *Aviation*, pari a Euro 52,56 milioni, non è da considerarsi arbitrario o irragionevole dal punto di vista finanziario.

L'applicazione autonoma del metodo DCF sopra effettuata indica un valore del capitale economico del Ramo *Aviation* compreso tra Euro 48,28 milioni ed Euro 59,93 milioni, con un valore medio di Euro 53,71 mln.

In considerazione di tutto quanto precede, si ritiene quindi che il valore attribuito al capitale economico del Ramo *Aviation*, pari a Euro 52,56 milioni non sia arbitrario o irragionevole, e che rappresenti pertanto un ammontare da considerarsi equo dal punto di vista finanziario.

#### **4.3 Valore economico *stand-alone* del capitale di Eurofly.**

In relazione alla valutazione del capitale economico *stand-alone* di Eurofly, a Centrobanca è stato attribuito l'incarico di coadiuvare il Consiglio di Amministrazione nella propria ponderata valutazione e autonoma decisione in ordine a (i) l'ammontare massimo dell'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento; e (ii) il prezzo delle azioni Eurofly da emettere a servizio dell'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento.

Ai fini dell'emissione della propria *Fairness Opinion* in merito ai due aspetti sopra indicati, Centrobanca ha proceduto ad effettuare una stima del valore economico del capitale di Eurofly al 31 agosto 2009, ossia alla medesima data di riferimento utilizzata dall'Esperto ai fini della valutazione del capitale economico *stand-alone* del Ramo *Aviation*.

La valutazione del capitale economico della Società oggetto della *Fairness Opinion*, parimenti, è stata oggetto di attenta analisi da parte del Consiglio di Amministrazione, che ne ha approfonditamente esaminato sia l'impostazione metodologica – valutando la condivisibilità dei diversi criteri di valutazione applicati di volta in volta – che le conclusioni, il tutto come meglio descritto nel seguito.

Ai fini della valutazione del capitale economico *stand-alone* di Eurofly, sono stati utilizzati dati, informazioni e ipotesi desunti dai seguenti documenti:

- Piano industriale *stand-alone* di Eurofly, approvato dal Consiglio di Amministrazione della Società in data 28 agosto 2009, con le modifiche ed integrazioni apportate dal *management* approvate dal Consiglio di Amministrazione in data 19 novembre 2009 (il “**Piano Industriale Stand-Alone**”);
- Bilanci individuali di Eurofly relativi agli esercizi 2007 e 2008 nonché relazione semestrale al 30 giugno 2009, tutti rispettivamente corredati della relativa relazione della società di revisione;
- Resoconto intermedio sulla gestione al 30 settembre 2009;
- Informazioni sul conferimento da parte di Eurofly del ramo di azienda MRO (*Maintenance, Repair and Overhaul*) e in particolare (i) comunicato stampa del 18 settembre 2009, riguardante l’annuncio della avvenuta costituzione della società Meridiana Maintenance S.r.l., partecipata tra l’altro dalla Società, da Meridiana e dalla compagnia aerea spagnola Iberia, nonché (ii) perizia di stima del ramo di azienda MRO ai sensi dell’articolo 2434-ter, secondo comma, lett. b) del codice civile e (iii) valori aggiornati delle poste individuate nella citata perizia di stima;
- Informativa mensile pubblicata ai sensi dell’articolo 114, quinto comma, del TUF;
- Altri documenti pubblicamente disponibili ritenuti rilevanti, tra cui in particolare il patto parasociale pubblicato per estratto sul sito *internet* della Consob in data 4 settembre 2009, recante l’impegno irrevocabile, assunto parte di Meridiana in data 27 agosto 2009, di assicurare risorse finanziarie fino ad un massimo di Euro 20 milioni, di cui almeno 15 milioni rivenienti da un aumento di capitale che Meridiana si è impegnata ad approvare nell’assemblea di Eurofly, nonché a sottoscrivere e liberare sia per la quota in opzione sia per la quota inerente i diritti eventualmente inoptati;
- Documento di *Strategy Assessment* presentato da ATKearney in data 3 novembre 2009, contenente tra l’altro una analisi di sensibilità sulle previsioni dei flussi di cassa operativi della Società in ottica *stand-alone* fino al 2015;
- Relazione dell’Esperto;
- *Fairness Opinion* dell’Advisor Finanziario.

#### 4.4 Metodi di valutazione utilizzati.

Date le caratteristiche del *business* di Eurofly e considerato il Piano Industriale *Stand Alone*, ai fini della determinazione del valore di capitale economico *stand-alone* di Eurofly, si è ritenuto di applicare i seguenti metodi valutativi:

- Metodo principale: metodo dell’attualizzazione dei flussi di cassa futuri (metodo c.d. del “*Discounted Cash Flow*” o “*DCF*”);
- Metodo di controllo: metodo dei prezzi di Borsa.

La scelta del DCF come metodo principale deriva dal fatto che esso è ampiamente considerato il metodo più appropriato, sia nella dottrina sia nella pratica, per effettuare una valutazione con criteri razionali in presenza di dati previsionali puntuali e con un ragionevole livello di attendibilità .

E’ stata inoltre valutata l’applicabilità di altri metodi che sono stati ritenuti non applicabili nella fattispecie in esame in virtù delle considerazioni riportate nel successivo paragrafo 4.7.

Le principali difficoltà valutative rilevate nell’applicazione del metodo del *discounted cash flow* sono state le seguenti:

- scelta della data di riferimento: l'ultima situazione infra-annuale della Società, approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 15 ottobre 2009 è aggiornata al 31 agosto 2009, che di conseguenza è stata adottata 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*: 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*, in particolare le partecipazioni in Wokita e Same Italy.

Si è inoltre rilevato che, come dai comunicati della Società del 28 agosto, 29 settembre, 2 ottobre 2009, il Piano Industriale *Stand Alone* prevede per il primo semestre 2010 una situazione di *deficit* patrimoniale, che deve essere compensata da un adeguato aumento di capitale in denaro (si confronti al riguardo la relazione illustrativa della proposta di incremento della Delega per l'Aumento di Capitale che sarà sottoposta all'assemblea degli Azionisti unitamente alla proposta relativa all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento).

A questo riguardo si precisa che la valutazione contenuta nella *Fairness Opinion* è stata effettuata sul presupposto della continuità aziendale: essa è quindi condizionata nei suoi risultati alla effettuazione di una ricapitalizzazione idonea a garantire (i) un patrimonio netto positivo per tutto l'arco del Piano Industriale *Stand Alone* e (ii) la liquidità sufficiente al finanziamento del medesimo Piano Industriale *Stand Alone*.

Inoltre si è rilevato che il *management* della Società ha predisposto e approvato in data odierna, d'intesa con il *management* di Meridiana, il Piano Industriale Integrato, che prevede la necessità di un intervento di ricapitalizzazione per cassa, le cui dimensioni sono differenti da quelle relative al Piano Industriale *Stand Alone*.

Per quanto riguarda il metodo di controllo è stato utilizzato il metodo dei prezzi di borsa.

Non si è infatti ritenuto che il metodo dei prezzi di Borsa possa essere utilizzato quale metodo principale in virtù delle seguenti considerazioni:

- le particolari condizioni in cui si trova il mercato borsistico possono rendere meno significative ai fini valutativi le indicazioni fornite dalla capitalizzazione di mercato;
- la conoscenza (i) dell'impegno dell'azionista di maggioranza a sostenere una ricapitalizzazione di Eurofly e (ii) dell'essere allo studio l'operazione di integrazione tra Eurofly e Meridiana potrebbe aver innescato ulteriori aspettative di operazioni straordinarie e comunque influito in maniera distorsiva sulle aspettative di valorizzazione del titolo, ed in particolare sull'aspettativa dell'allocazione delle sinergie derivanti dall'integrazione;
- l'ampia variabilità dei corsi, che restituiscono, sui diversi periodi di osservazione, intervalli di capitalizzazione materialmente diversi.

Si sono presi a riferimento i periodi di 1 anno, 6 mesi, 3 mesi ed un mese, considerando il primo il più significativo per l'ampiezza delle osservazioni.

Peraltro, l'art. 2441, comma 6, del codice civile richiede che la deliberazione che determina il prezzo di emissione delle azioni in base al valore del patrimonio netto, tenga conto, per le azioni quotate in mercati regolamentati, anche dell'andamento delle quotazioni dell'ultimo semestre.

#### 4.5 Metodo principale: metodo dell'attualizzazione dei flussi di cassa futuri (o *DCF – Discounted Cash Flows*).

Il metodo del *DCF*, di tipo finanziario, si basa sul presupposto che il valore di una azienda per i propri portatori di interessi sia direttamente correlato alla sua capacità di generare flussi di cassa, opportunamente attualizzati per tenere conto dei diversi periodi temporali nei quali essi si manifesteranno.

##### A. *Stima dei flussi di cassa di Eurofly.*

Il valore dei flussi di cassa operativi di Eurofly è stato stimato in base alle risultanze del Piano Industriale *Stand Alone*, considerando gli esercizi dal 2009 a tutto il 2018 come periodo di previsione esplicita, analogamente a quanto effettuato dall'Esperto per la valutazione del Ramo *Aviation* di Meridiana. Per l'esercizio 2009, in considerazione del momento valutativo, si è proceduto alla determinazione del flusso di cassa riferito al periodo 1 settembre - 31 dicembre 2009, sulla base di una situazione infra-annuale al 31 agosto 2009 approvata dal Consiglio di Amministrazione in data 15 ottobre 2009.

Per ottenere dati omogenei a quelli previsionali per gli anni dal 2010 in poi, i flussi di cassa per il periodo 1 settembre – 31 dicembre 2009 sono stati depurati dell'effetto del previsto trasferimento delle poste patrimoniali relative al ramo di azienda MRO (*Maintenance, Repair and Overhaul*), coerentemente con il valore delle relative poste, come individuate dal perito in data 30 luglio 2009, in relazione al quale il Piano Industriale *Stand Alone* prevede lo *spin-off* mediante conferimento in una Newco, costituita in data 18 settembre 2009 con la denominazione sociale di Meridiana Maintenance S.r.l.

Ai fini del calcolo dei flussi di cassa operativi, si sono prese le mosse dal risultato operativo per ciascun anno di piano (EBIT), cui:

- è stato sottratto il carico fiscale figurativo calcolato in base alle aliquote attualmente vigenti;
- sono successivamente stati sommati gli ammortamenti; e
- sono state sommate o sottratte le variazioni del capitale circolante netto, dei fondi diversi ed il saldo netto delle attività di investimento.

Le imposte sono state calcolate in base ad una aliquota IRAP pari al 3,9% e ad una aliquota IRES del 27,5%.

##### B. *Tasso di attualizzazione.*

Nella determinazione del tasso di attualizzazione dei flussi di cassa operativi, Centrobanca ha considerato la formula che esprime il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital*, "*WACC*"):

$$WACC = K_d \times (1 - t) \times \left[ \frac{D}{(D + E)} \right] + K_e \times \left[ \frac{E}{(D + E)} \right]$$

con

$K_d$  = costo dell'indebitamento;

$D$  = indebitamento finanziario netto;

$E$  = patrimonio netto (valore di mercato);

$t$  = aliquota fiscale;

$K_e$  = costo del capitale di rischio, che dipende sia da una componente di rendimento privo di rischio che da una componente espressiva del rischio di mercato e di settore, tra cui il coefficiente Beta.

Dato che i flussi del piano sono nominali, il tasso è stato determinato in forma nominale.

Il costo del capitale di rischio è stato determinato secondo la metodologia, ampiamente riconosciuta dalla prassi, del *Capital Asset Pricing Model* ("C.A.P.M."), sintetizzata nella seguente formula:

$$K_e = r_f + \beta * MRP$$

Con:

$r_f$ : rendimento di titoli privi di rischio

$\beta$ : coefficiente di rischio

MRP: *Market Risk Premium* (premio di rischio di mercato)

ed è pari a 11,15% in base a

- un tasso *risk-free* stimato del 4.05% (pari al tasso dei BTP decennali alla data di valutazione);
- un premio al rischio di mercato del 6.50%, in considerazione della maggiore rischiosità dell'investimento in azioni e un beta pari a 0.785;
- un ulteriore 2.00% a titolo di premio per il rischio specifico, in ragione della particolare fase del ciclo di vita in cui essa si trova e delle potenziali aleatorietà incluse in alcune ipotesi del Piano Industriale Stand Alone.

Per quanto riguarda la determinazione del coefficiente Beta, pari a 0,785, esso è stato desunto dalla serie storica delle quotazioni di mercato di un *panel* di società comparabili, osservate nell'arco di quattro anni, con le opportune rettifiche 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 della Società (calcolata in base alla mediana del *panel* selezionato).

Il costo del debito al lordo della fiscalità, pari a 7,94%, è stato invece stimato in modo da riflettere le attuali condizioni di mercato, in base al medesimo tasso privo di rischio (4,05%) adottato per il calcolo del costo del capitale di rischio, maggiorato dello *spread* medio alla data di valutazione dei *Credit Default Swaps* a 10 anni per alcune tra le principali compagnie aeree quotate.

Al riguardo si precisa che prudenzialmente il Consiglio di Amministrazione ha seguito le modalità di calcolo del costo del debito prescelte dall'*Advisor* Finanziario in virtù delle mutate condizioni finanziarie della Società e dello scenario finanziario esterno.

La tabella seguente mostra in sintesi le ipotesi utilizzate per la stima del WACC:

Stima del WACC	
$K_e$	11.15%
$K_d$	7.94%
Tax rate	27.50%

D/E ratio	16.54%
<b>WACC</b>	<b>10.38%</b>

### C. Valore terminale (*Terminal Value*).

Il calcolo del *terminal value* è stato effettuato in base alla formula di Gordon sulle seguenti ipotesi, che tengono tra l'altro conto del riequilibrio economico, patrimoniale e finanziario previsto dalla Società a fine piano:

- reddito operativo al netto degli esborsi fiscali (“NOPAT”) di equilibrio pari a Euro 9,42 milioni, stimato a partire dall'EBITDA dell'ultimo anno di previsione esplicita;
- investimenti normalizzati sostanzialmente pari agli ammortamenti, definiti in base alla media dei periodi precedenti;
- variazione nulla del capitale circolante;
- tassazione in base alle aliquote IRAP e IRES vigenti, rispettivamente pari al 3,9% e 27,5%;
- tasso di crescita perpetua pari a 0%.

Il flusso di cassa operativo così ricavato è stato attualizzato al 2018 ad un tasso pari al WACC: il valore risultante è pari a circa Euro 36,10 milioni.

Il *Terminal Value* in tal modo calcolato esprime un multiplo rispetto all'EBITDA del 2018 pari a circa 5x, che risulta in linea con il multiplo EV/EBITDA storicamente espresso dal settore.

### D. Posizione Finanziaria Netta e *Surplus Assets*.

Al fine di determinare il valore del capitale economico (*Equity Value*) di Eurofly, all'*Enterprise Value* ricavato dalla somma algebrica dei flussi di cassa prodotti nel periodo di pianificazione esplicita con il flusso del *Terminal Value*, tutti opportunamente scontati secondo il WACC per tenere conto del fattore temporale, sono stati sommati algebricamente:

- il valore della Posizione Finanziaria Netta (“PFN”) alla data del 31 agosto 2009, nonché
- il valore dei *Surplus Assets*, ossia le attività i cui risultati non sono inclusi nel calcolo dei flussi di cassa nel periodo di pianificazione esplicita.

In particolare, la PFN, pari a Euro 12,42 milioni circa, è formata dal saldo netto tra indebitamento finanziario per circa Euro 9,98 milioni, liquidità e attività assimilate per circa Euro 5,91 milioni, e importo dei debiti commerciali scaduti da oltre 30 giorni, per circa Euro 8,35 milioni<sup>4</sup>.

Per quanto concerne i *Surplus Assets*, sono stati considerati i seguenti valori:

- partecipazione pari al 50% in Wokita, corrispondente a Euro 2,49 milioni;

---

<sup>4</sup> L'ammontare totale dei debiti commerciali scaduti della Società al 31 agosto 2009 è pari a Euro 18 milioni, così suddiviso:

- Euro 9,65 milioni circa scaduto da meno di 30 giorni;
- Euro 8,35 milioni circa scaduto da oltre 30 giorni.

Si è proceduto ad includere nel calcolo della PFN esclusivamente la quota di debiti scaduti da oltre 30 giorni.

- partecipazione pari al 50% in Same Italy, corrispondente a Euro 4,31 milioni;
- partecipazione pari al 8,7% nella *newco* Meridiana Maintenance S.r.l., destinata a gestire unitariamente le attività di MRO, valorizzata con i medesimi criteri utilizzati dal perito Dott. Paolo Codega in occasione della stima ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del codice civile redatta in data 30 luglio 2009, pari a Euro 2,19 milioni, in ragione dell'aggiornamento puntuale dei valori delle poste individuate dal perito<sup>5</sup>;
- valore dello scudo fiscale calcolato come somma dei flussi attualizzati relativi all'abbattimento dell'imponibile IRES derivante dalle perdite accumulate fino alla data del 31 agosto 2009, per la parte rispettivamente utilizzabile, pari a circa Euro 5,04 milioni. In via prudenziale non è stato incluso in tale cifra il valore dello scudo fiscale legato alle perdite previste per gli esercizi futuri inclusi nel Piano Industriale *Stand Alone* ;
- valore attuale netto dei crediti verso Airbus, come risultanti dalla situazione patrimoniale al 31 agosto 2009, pari a Euro 2,72 milioni.

Per le società Wokita e Same Italy, il cui restante 50% del capitale sociale è detenuto da Meridiana, si è proceduto ad una stima sintetica del valore economico a partire dai piani industriali previsionali da queste redatti in occasione del conferimento in Eurofly, da parte di Meridiana, delle quote di partecipazione di cui sopra, confrontato con i dati consuntivi per gli esercizi chiusi al 31 dicembre 2007 e 31 dicembre 2008 nonché con i dati pre-consuntivi per la chiusura al 31 dicembre 2009.

In particolare, i dati consuntivi relativi all'esercizio 2008 mostrano rilevanti scostamenti negativi nella marginalità rispetto a quanto in origine pianificato. Si è ritenuto, peraltro, che le prospettive future di Same Italy e Wokita potrebbero migliorare, in ragione della ripresa del mercato nonché delle positive ricadute delle operazioni di riorganizzazione societaria nella struttura di controllo. In considerazione di ciò, si è provveduto a rettificare prudenzialmente il loro valore rispetto al valore di carico<sup>6</sup>.

#### E. Risultato del metodo DCF e analisi di sensibilità.

Sulla base delle ipotesi e delle considerazioni precedentemente esposte, il valore del capitale economico di Eurofly risulta pari a Euro 57,34 milioni, corrispondente ad un valore per azione pari a circa Euro 0,1616.

<b>Calcolo Equity Value € /000</b>	
EV	53.021
PFN @ 31.08.09	12.421
<b>Equity Value</b>	<b>40.601</b>
<b>Surplus Assets</b>	
50% Wokita	2.486
50% SameItaly	4.314
8,7 % MRO	2.188
Tax shield	5.039
Crediti Airbus	2.717
<b>Equity Value Totale</b>	<b>57.344</b>

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*):

<sup>5</sup> La data di riferimento della perizia citata è il 30 giugno 2009. I valori indicati sono aggiornati al 31 agosto 2009.

<sup>6</sup> Non si è proceduto ad applicare alla valorizzazione di tali partecipazioni paritetiche così ottenuta alcun ulteriore sconto.

		EQUITY VALUE				
€/000		WACC				
	<b>57.344</b>	9,88%	10,13%	<b>10,38%</b>	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	<b>53.723</b>	51.848
	<b>0,00%</b>	61.811	59.521	<b>57.344</b>	55.272	53.298
	0,50%	63.919	<b>61.481</b>	59.170	56.974	54.887
	1,00%	66.263	63.656	61.190	58.853	56.637

		VALORE PER AZIONE				
€		WACC				
	<b>0,1616</b>	9,88%	10,13%	<b>10,38%</b>	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	<b>0,1514</b>	0,1461
	<b>0,00%</b>	0,1742	0,1678	<b>0,1616</b>	0,1558	0,1502
	0,50%	0,1802	<b>0,1733</b>	0,1668	0,1606	0,1547
	1,00%	0,1868	0,1794	0,1725	0,1659	0,1596

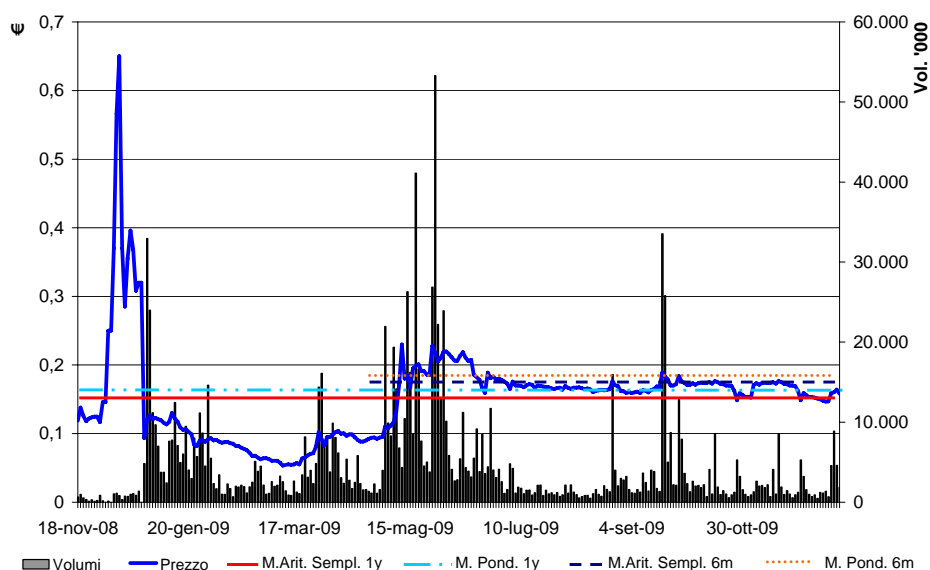
Il valore del capitale economico di Eurofly risulta quindi compreso tra Euro 53,72 milioni ed Euro 61,48 milioni, corrispondenti ad un intervallo di valori per azione compreso tra Euro 0,1514 ed Euro 0,1733.

#### 4.6 Metodo di controllo: metodo delle quotazioni di mercato.

Una valorizzazione empirica e diretta del capitale economico della Società è disponibile attraverso i prezzi di Borsa. In ogni caso la legge (articolo 2441, sesto comma, codice civile) richiede espressamente che la determinazione del prezzo di emissione nel caso di aumento di capitale liberato in natura per una società quotata avvenga tenendo tra l'altro conto dell'andamento delle quotazioni nell'ultimo semestre. Tuttavia, non sono esplicitati dalla normativa i criteri di calcolo in materia.

Ai fini della *Fairness Opinion*, sono state considerate le medie aritmetica semplice e ponderata per i volumi negoziati degli ultimi prezzi. I periodi considerati sono stati gli ultimi sei mesi, come richiesto dalla normativa, nonché l'ultimo anno, ritenuto più significativo in quanto composto da un maggior numero di osservazioni.

La tabella seguente riporta l'andamento degli ultimi prezzi del titolo Eurofly (EEZ IM) nel corso dell'anno precedente la data della *Fairness Opinion* emessa dall'*Advisor* Finanziario, nonché la media aritmetica semplice e ponderata per i volumi negoziati dei ultimi prezzi giornalieri sui periodi di 6 mesi e un anno:



Fonte: elaborazioni

Centrobanca su dati Bloomberg al 17 novembre 2009

Al riguardo è stato ritenuto che i prezzi di borsa offrano una sufficiente approssimazione del valore della Società, data la relativa liquidità del titolo evidenziata dai seguenti dati:

- Flottante superiore al 40%<sup>7</sup>;
- 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*<sup>8</sup> annualizzata degli ultimi sei mesi pari a 4,1x e per l'ultimo anno pari a 3,8x.

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

<sup>7</sup> Il flottante è considerato pari al 40,42%, dato che non risultano partecipazioni rilevanti dichiarate oltre a quella di S.A.R. Karim Aga Khan.

<sup>8</sup> La *Turnover Velocity* è un indicatore di liquidità che misura il rigiro della capitalizzazione in un anno. Essa è calcolata come somma dei controvalori degli scambi di periodo agli ultimi prezzi, annualizzati e rapportati alla semisomma della capitalizzazione di fine periodo e di inizio periodo.

#### 4.7 Considerazioni su metodi di valutazione alternativi.

Premesso che il titolo Eurofly non risulta attualmente coperto da *equity research*, che potrebbero fornire valorizzazioni indipendenti, è stata considerata 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, si è concluso che i risultati dell'applicazione di tale metodo siano potenzialmente fuorvianti e pertanto da escludersi.

Le motivazioni alla base di tale decisione sono sintetizzate nel seguito.

- 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 cd. *Adjusted*, in cui gli aggiustamenti sono effettuati principalmente per rendere confrontabili compagnie con diversi modelli di possesso della flotta (in proprietà o in *leasing* operativo). Di conseguenza il calcolo dei multipli tiene in considerazione la posizione finanziaria netta implicita nei canoni di *leasing* calcolata secondo opportuni algoritmi. 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<sup>9</sup>. Si è ritenuto tale metodo di scarsa rilevanza alla luce del fatto che (i) 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) e (ii) alla luce del Piano Industriale *Stand Alone* è stato 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, l'applicazione del metodo dei multipli fornisce dei risultati fortemente erratici (da positivi a negativi), dipendenti dalle *assumptions* adottate e si basa su un *panel* di società di limitata comparabilità.

Con riferimento agli altri metodi possibili, il Consiglio di Amministrazione, alla luce delle analisi svolte dall'*Advisor* Finanziario, ha ritenuto:

- non applicabile il metodo patrimoniale in virtù della scelta strategica della società di utilizzare principalmente velivoli a nolo, che non trovano adeguata rappresentazione nel patrimonio della Società.
- non applicabile il metodo delle transazioni simili in quanto non disponibili transazioni effettivamente comparabili a quello oggetto di valutazione.

---

<sup>9</sup> Il margine EBITDAR rappresenta il margine operativo al lordo di ammortamenti, accantonamenti e canoni di *leasing* operativo.

- il metodo reddituale poco rappresentativo delle azioni strategiche miranti a migliorare il profilo finanziario della società (e.g. azioni sul capitale circolante) previste nel Piano Industriale *Stand Alone*.

#### 4.8 Conclusioni.

L'applicazione del metodo principale di valutazione (*DCF*) indica un valore del capitale economico *stand alone* di Eurofly compreso tra Euro 53,72 milioni ed Euro 61,48 milioni.

L'applicazione del metodo di controllo (prezzi di Borsa) restituisce un valore del capitale economico *stand alone* di Eurofly compreso tra Euro 54,23 milioni ed Euro 66,77 milioni, compatibile con i risultati del metodo principale<sup>10</sup>.

Sulla base delle conclusioni dell'*Advisor* Finanziario, si ritiene quindi di indicare il valore centrale risultante dal metodo principale, pari a:

**Euro 57,34 milioni, pari a Euro 0,1616 per azione**

quale valore equo *stand alone* ai fini dell'Aumento di Capitale da liberare mediante il Conferimento.

Dalla Relazione dell'Esperto risulta che il valore equo attribuibile al capitale economico del Ramo *Aviation* oggetto del conferimento secondo l'Esperto è Euro 52,56 milioni.

Anche in considerazione delle informazioni, delle ipotesi, elaborazioni e limitazioni riportate nella *Fairness Opinion*, si ritiene di poter determinare il numero delle azioni di nuova emissione di Eurofly (“**Numero di Azioni di Nuova Emissione**”) ed il relativo valore unitario (“Valore Unitario per Azione”) secondo l'approccio indicato di seguito.

Valore Unitario per Azione

Il Valore Unitario per Azione è stato determinato facendo riferimento al valore teorico stand alone del patrimonio netto (“**VPN**”) di Eurofly, pari a Euro 57,34 milioni, stimato come descritto di sopra, rapportato al numero di azioni di Eurofly in circolazione, pari a 354.795.770 azioni (Na):

VPN                      57,34 Mln Euro

Valore Unitario per Azione = ----- = ----- = 0,1616 Euro

Na                              354.794.770

Numero di Azioni di Nuova Emissione

Il numero di azioni di nuova emissione è determinato sul presupposto che Meridiana venga compensata del valore del bene conferito in natura (il Ramo *Aviation*). In altri termini Meridiana, la società conferente, dovrà ricevere un numero di azioni tali che presupponendo abbiano il valore di cui al punto precedente, ricevano un equivalente valore del Ramo *Aviation* conferito.

Tale numero è stato pertanto determinato sulla base della seguente equazione (di equivalenza in termini di valore):

---

<sup>10</sup> Segnatamente, la media a 1 anno si situa tra Euro 54,23 mln ed Euro 54,71 mln, a seconda che si consideri la media aritmetica semplice degli ultimi prezzi ovvero ponderata per i volumi negoziati; mentre la media a 6 mesi si situa nella parte alta dell'intervallo, rispettivamente tra Euro 61.40 mln ed Euro 66.77 mln.

Valore azioni nuova emissione = Valore Ramo *Aviation*

Esplicitando i termini della suddetta equazione risulta:

Valore azioni nuova emissione = Valore Unitario per Azione \* Numero azioni di Nuova Emissione =  
Valore Ramo *Aviation*

Da cui si ricava (riarrangiando i termini della equazione):

Numero Azioni di nuova Emissione =  $N_a = \text{Valore Ramo } Aviation / \text{Valore Unitario per Azione} =$   
 $= \text{Euro } 52,56 \text{ mln} / 0,1616 \text{ Euro} = 325.247.524 \text{ Azioni}$

In considerazione di quanto sopra, si ritiene quindi che:

L'emissione di n. 325.247.524 azioni<sup>9</sup> di Eurofly,

ad un prezzo unitario<sup>10</sup> di Euro 0,1616 (corrispondente ad una capitalizzazione di Eurofly di Euro 57.34 mln),

per un controvalore complessivo di Euro 52.559.999,87 mln (controvalore di pochi centesimi inferiore alla valorizzazione del Ramo *Aviation* indicata dall'Esperto),

a fronte del conferimento in natura del Ramo *Aviation* da parte di Meridiana sia da considerarsi equa dal punto di vista finanziario.

\*\*\* \*\*

In considerazione della documentazione esaminata, al termine della sua analisi critica, il Consiglio di Amministrazione, ad esito di una ponderata valutazione relativa al valore del capitale economico del Ramo *Aviation* e del capitale economico della Società, è giunto alla conclusione di condividere sia le scelte di metodo che i risultati del lavoro dell'*Advisor* Finanziario e, anche tenuto conto delle ipotesi, elaborazioni e limitazioni riportate nella *Fairness Opinion*, ritiene di proporre l'emissione di n. 325.247.524 azioni di Eurofly, al prezzo unitario di Euro 0,1616, per un controvalore complessivo pari a Euro 52.559.999,8784 milioni a fronte del conferimento in natura del Ramo *Aviation* da parte dell'azionista di maggioranza Meridiana. Anche alla luce delle considerazioni svolte dall'*Advisor* Finanziario, il Consiglio di Amministrazione ritiene che tale proposta sia da considerarsi equa dal punto di vista finanziario.

Inoltre, il Consiglio di Amministrazione, anche tenuto conto che la Relazione dell'Esperto, la Valorizzazione del Ramo *Aviation* e la *Fairness Opinion* sono basate sul presupposto della continuità aziendale di Eurofly, ha valutato attentamente termini e condizioni dell'Impegno Meridiana e, anche alla luce di tale valutazione, ha reputato che sussistano tutti i presupposti per proporre all'assemblea straordinaria di deliberare in merito all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento.

Anche tenuto conto della Condizione Sospensiva contenuta nella Comunicazione Meridiana, nonché dei termini e condizioni dell'Impegno Meridiana (tra cui precipuamente, come si è detto, l'ottenimento, da parte degli Istituti Finanziatori, di risorse finanziarie per un importo almeno pari a 30 milioni di Euro, anche attraverso la conferma e l'estensione della durata del Finanziamento, nonché la conferma e/o il rinnovo delle Garanzie) e, più in generale, della complessità delle attività connesse all'effettuazione del Conferimento (ivi compreso il consenso all'attuazione dell'Integrazione da parte degli Istituti Finanziatori

---

<sup>9</sup> Numero arrotondato per difetto all'unità, ottenuto dividendo il controvalore del Ramo *Aviation* per il prezzo delle azioni Eurofly.

<sup>10</sup> Arrotondato per difetto al quarto decimale.

che hanno concesso il Finanziamento e le Garanzie), si darà esecuzione al Conferimento una volta ottenuti tutti gli impegni, adempimenti, consensi e/o provvedimenti autorizzativi, di presa d'atto o d'altra natura necessari, anche alla luce della Condizione Sospensiva e dei termini e condizioni dell'Impegno Meridiana.

Peraltro si darà attuazione al Conferimento 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 d'azienda oggetto del medesimo conferimento e/o la continuità aziendale della Società. Si propone pertanto di conferire mandato al Consiglio di Amministrazione, e per esso al Presidente Marco Rigotti, di procedere al Conferimento 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* e/o la continuità aziendale della Società.

Alla luce di tutte le considerazioni che precedono, il Consiglio di Amministrazione, pertanto,

a) preso atto:

(i) della Relazione dell'Esperto, dalla quale risulta un valore del capitale economico del Ramo *Aviation*, alla data di riferimento del 31 agosto 2009, pari a Euro 52,56 milioni.

(ii) della Valorizzazione del Ramo *Aviation* predisposta dall'*Advisor* Finanziario in data 19 novembre 2009, attestante la ragionevolezza dei metodi valutativi applicati dall'Esperto e della stima contenuta nella Relazione dell'Esperto;

(iii) della *Fairness Opinion* emessa dal medesimo *Advisor* Finanziario in data 19 novembre 2009, dalla quale emergono:

- un valore del capitale economico di Eurofly compreso, alla data di riferimento del 31 agosto 2009, tra Euro 53,72 milioni e Euro 61,48 milioni, corrispondente a un valore economico implicito, per ciascuna azione, compreso tra Euro 0,1514 e Euro 0,1733;
- la congruità, dal punto di vista finanziario, dell'emissione, a fronte del conferimento del Ramo *Aviation*, di n. 325.247.524 azioni ordinarie Eurofly ad un prezzo unitario di Euro 0,1616;

b) anche tenuto conto dell'andamento delle quotazioni delle azioni Eurofly nell'ultimo semestre nonché dell'andamento delle quotazioni delle azioni Eurofly nell'ultimo anno, costituendo esse un campione di dati ritenuto statisticamente significativo, e ciò anche in ragione delle considerazioni svolte nel precedente paragrafo 4.4;

c) avuto riguardo alla parità contabile implicita delle azioni Eurofly in circolazione ai fini della allocazione del prezzo di emissione in parte a copertura della parità contabile implicita e in parte a sovrapprezzo;

ritiene di sottoporre ad approvazione dell'assemblea straordinaria degli azionisti un aumento del capitale sociale, a pagamento, ai sensi degli articoli 2440 e 2441, quarto comma, del codice civile, per un controvalore complessivo pari a Euro 52.559.999,8784, comprensivo dell'importo a copertura della parità contabile implicita delle azioni di nuova emissione di complessivi Euro 6.504.950,48 e di un sovrapprezzo di complessivi Euro 46.055.049,3984, mediante emissione di n. 325.247.524 azioni ordinarie Eurofly, senza indicazione del valore nominale, ad un prezzo unitario di Euro 0,1616, di cui Euro 0,02 a copertura della parità contabile implicita e Euro 0,1416 a titolo di sovrapprezzo, da sottoscrivere e liberare entro il termine del 28 febbraio 2010, mediante conferimento in natura, da parte di Meridiana, del Ramo *Aviation*.

Ai sensi dell'articolo 2441, sesto comma, del codice civile, la congruità del prezzo di emissione dovrà essere attestata dalla società di revisione

## **5. NUMERO, CATEGORIA, DATA DI GODIMENTO E PREZZO DI EMISSIONE DELLE NUOVE AZIONI.**

Le n. 325.247.524 azioni ordinarie Eurofly che saranno emesse a fronte del conferimento del Ramo *Aviation* avranno godimento regolare alla data di emissione.

Si segnala peraltro che, fino alla data di iscrizione nel competente Registro delle Imprese della dichiarazione che gli amministratori di Eurofly dovranno predisporre ai sensi dell'articolo 2343-*quater*, terzo comma, del codice civile, le azioni ordinarie emesse a fronte del conferimento del Ramo *Aviation* saranno inalienabili e dovranno restare "depositate" presso la Società ai sensi del quarto comma del predetto articolo, tenendo conto del regime di dematerializzazione per le medesime esistenti.

Le azioni di nuova emissione 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") e, pertanto, fino a tale data, saranno contraddistinte da un codice ISIN differente rispetto a quello delle azioni ordinarie Eurofly attualmente in circolazione. Si precisa che, allo stato, si prevede di predisporre e pubblicare un unico prospetto per l'ammissione alla quotazione sul MTA delle azioni rivenienti dall'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento e per l'offerta in opzione e la quotazione sul MTA delle azioni rivenienti dall'esercizio della Delega per l'Aumento di Capitale.

## **6. RIFLESSI TRIBUTARI DELL'AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE DA LIBERARE MEDIANTE IL CONFERIMENTO CON RIFERIMENTO AD EUROFLY.**

Agli effetti tributari, la prospettata operazione di conferimento del Ramo *Aviation* è, con riferimento ad Eurofly, sostanzialmente neutrale.

In effetti, per quanto attiene le imposte dirette il principio di neutralità sancito dall'art. 176, del T.U.I.R. implica che:

- i)* l'operazione non comporta il realizzo di plusvalenze o minusvalenze in capo alla conferente Meridiana ed alla conferitaria Eurofly;
- ii)* le attività e passività costituenti il Ramo *Aviation* conservano presso la conferitaria Eurofly i medesimi valori fiscali che avevano presso la conferente Meridiana, a prescindere dai valori di iscrizione nelle scritture contabili della conferitaria Eurofly.

Con la conseguenza che gli eventuali maggiori valori iscritti nella contabilità di Eurofly per effetto del conferimento, ivi incluso l'avviamento, risulteranno irrilevanti ai fini fiscali.

E' comunque possibile derogare al regime di neutralità fiscale ai fini delle imposte dirette, optando per il riconoscimento fiscale dei maggiori valori attribuiti in bilancio alle immobilizzazioni materiali e immateriali (compreso l'avviamento) costituenti il Ramo *Aviation*, mediante il pagamento di un'imposta sostitutiva dell'IRES e dell'IRAP (con aliquota differenziata per scaglioni compresa tra il 12 ed il 16 per cento). Detta opzione va esercitata nel primo o, al più tardi, nel secondo periodo di imposta successivo a quello dell'operazione.

L'opzione per l'imposta sostitutiva può essere esercitata anche (o solo) per operare il "riallineamento" di differenze di valore già esistenti presso la conferente Meridiana e non derivanti dall'iscrizione di maggiori valori da parte di Eurofly (disallineamenti tra valori contabili e fiscali attualmente esistenti presso Meridiana per effetto di precedenti operazioni di riorganizzazione societaria fiscalmente neutrali e del passaggio ai principi contabili internazionali IAS / IFRS).

La scelta per il riallineamento andrà valutata alla luce delle prospettive reddituali di Eurofly, considerata anche la disponibilità di perdite fiscali pregresse utilizzabili per “sterilizzare” i componenti reddituali derivanti dal disallineamento tra valori contabili e fiscali.

Per quanto attiene, invece, all'imposizione indiretta il conferimento del Ramo *Aviation* è soggetto ad imposta di registro in misura fissa, mentre l'operazione in parola non assume rilevanza ai fini dell'IVA.

## **7. COMPAGINE AZIONARIA DI EUROFLY A SEGUITO DELL'AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE DA LIBERARE MEDIANTE IL CONFERIMENTO.**

Il perfezionamento dell'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento comporterà un incremento della partecipazione attualmente detenuta nel capitale sociale di Eurofly dall'azionista di riferimento Meridiana.

Si segnala in proposito che alla data della presente relazione Meridiana detiene n. 211.380.501 azioni ordinarie, rappresentative del 59,58% del capitale sociale di Eurofly..

Come più volte precisato, l'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento, in merito al quale l'assemblea straordinaria sarà chiamata a deliberare comporta un'esclusione *ex lege* del diritto di opzione, ai sensi dell'articolo 2441, quarto comma, primo periodo, del codice civile.

L'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento, la cui sottoscrizione sarà riservata all'azionista Meridiana, produrrà quindi un effetto diluitivo con riferimento alle partecipazioni detenute dagli azionisti diversi da Meridiana. In particolare che, all'esito dell'esecuzione dell'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento, il capitale sociale di Eurofly sarà rappresentato da n. 680.042.294 azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale. Meridiana deterrà complessivamente n. 536.628.025 azioni ordinarie Eurofly, rappresentative del 78,91% del capitale sociale post Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento.

Considerata l'entità della partecipazione al capitale di Eurofly ad oggi detenuta da Meridiana, l'operazione di conferimento del Ramo *Aviation* non comporterà, peraltro, alcuna modifica dell'assetto di controllo di Eurofly, né produrrà effetti sui patti parasociali stipulati tra Meridiana ed Eurofly di cui all'articolo 122, primo comma, TUF, ovvero l'Impegno Meridiana e l'Impegno Iniziale, fatta eccezione per quanto precisato nel precedente paragrafo 1.

Si fa presente che, tenuto conto che Meridiana, una volta data esecuzione all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento, arriverà a detenere circa il 78,91% del capitale sociale di Eurofly, non sussistono i presupposti per l'esercizio del diritto di recesso di cui all'art. 2437-*quinquies* del codice civile e che, più in generale, in relazione alla proposta relativa all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento, non sussistono i presupposti per l'esercizio del diritto di recesso previsti dalla normativa applicabile.

## **8. PERIODO PREVISTO PER L'ESECUZIONE DELL'AUMENTO DEL CAPITALE SOCIALE DA LIBERARE MEDIANTE IL CONFERIMENTO.**

L'esecuzione dell'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento è prevista, compatibilmente con i tempi tecnici necessari, in epoca immediatamente successiva alla iscrizione delle deliberazioni che dovessero essere assunte al riguardo dell'assemblea straordinaria presso il competente Registro delle Imprese e comunque entro il 28 febbraio 2010, avuto riguardo anche al disposto dell'articolo 2343-*ter* del codice civile in relazione all'utilizzo di una relazione di stima di data anteriore di non oltre sei mesi al conferimento.

L'Aumento di Capitale in Opzione sarà eseguito successivamente all'attuazione del Conferimento.

Per contro, qualora non si procedesse all'Integrazione, anche in considerazione del mancato verificarsi della Condizione Sospensiva e/o di quanto previsto in relazione all'Impegno Meridiana, la Delega per l'Aumento di Capitale sarà utilizzata per reperire le risorse finanziarie necessarie o utili per l'implementazione del Piano Industriale *Stand Alone*. In tal caso resterebbe fermo l'Impegno Iniziale.

## 9. ADEMPIMENTI E TEMPISTICHE.

Il Consiglio di Amministrazione ha trasmesso la presente relazione alla società di revisione Deloitte & Touche S.p.A. in data odierna. Si segnala che la società di revisione aveva già accettato di rinunciare ai termini previsti a suo favore dall'articolo 158, primo comma, D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (il "TUF").

Si ricorda che, sempre ai sensi dell'articolo 158, primo comma, del TUF, la società di revisione, che ha rinunciato ai termini di cui all'art. 158, comma 1, del TUF in data 19 novembre 2009, rilascerà il proprio parere sulla congruità del prezzo di emissione delle nuove azioni Eurofly mediante apposita relazione che sarà inviata a Consob e a Borsa Italiana S.p.A. e sarà depositata presso la sede legale della Società, unitamente alla presente relazione, almeno quindici giorni prima della data fissata per l'assemblea straordinaria chiamata a deliberare in merito all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento.

La perizia contenente la descrizione del Ramo *Aviation*, la determinazione del relativo valore di capitale economico (valore già risultante dalla Relazione dell'Esperto), nonché l'indicazione dei criteri di valutazione seguiti, che sarà redatta dall'Esperto e asseverata, ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b), del codice civile, sarà inviata a Borsa Italiana S.p.A. e sarà depositata presso la sede legale della Società almeno quindici giorni prima della data fissata per l'assemblea straordinaria.

Si segnala peraltro che in relazione all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento – che è un'operazione significativa di aumento di capitale mediante conferimento in natura e operazione tra parti correlate – sarà messo a disposizione degli azionisti e del pubblico, ai sensi degli articoli 70, comma 4, e 71-bis del Regolamento Emittenti, almeno dieci giorni prima della data fissata per l'assemblea straordinaria convocata per deliberare in merito all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento, un documento informativo redatto in conformità all'Allegato 3B del medesimo Regolamento.

Quale ulteriore fase dell'Integrazione, oltre alla modifica della denominazione sociale con termine iniziale dalla data di efficacia del Conferimento - oggetto di una proposta che il Consiglio di Amministrazione in data odierna ha deliberato di sottoporre alla medesima assemblea straordinaria convocata per deliberare in merito all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento - si prevede di sottoporre all'approvazione di un Consiglio di Amministrazione della Società da convocarsi dopo la data odierna il trasferimento della sede sociale di Eurofly da Milano ad Olbia, con termine iniziale dalla data di efficacia del Conferimento. Si ricorda in proposito che, ai sensi dell'articolo 2365, secondo comma, del codice civile e dell'articolo 19, primo comma, dello statuto sociale di Eurofly, la deliberazione in merito al trasferimento della sede sociale nel territorio nazionale compete all'organo amministrativo.

Coma già anticipato, si ricorda che l'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento dovrà essere completato entro il 28 febbraio 2010. Si segnala peraltro che le deliberazioni che l'assemblea straordinaria dovesse assumere in relazione all'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento diverranno efficaci a seguito dell'iscrizione presso il competente Registro delle Imprese, ai sensi dell'articolo 2436 del codice civile.

Entro il termine di trenta giorni decorrente dal momento del perfezionamento del Conferimento, il Consiglio di Amministrazione di Eurofly dovrà inoltre svolgere le verifiche prescritte dall'articolo 2343-*quater*, terzo comma, del codice civile, e depositare per l'iscrizione presso il competente Registro delle Imprese, unitamente all'attestazione prevista dall'articolo 2444 del codice civile, la dichiarazione di cui al terzo comma dell'articolo 2343-*quater* del codice civile, concernente, *inter alia*, (i) l'assenza di fatti rilevanti

o eccezionali che incidano sulla valutazione eseguita dall'esperto indipendente ai sensi del precedente articolo 2343-ter, secondo comma, lett. b); (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; e (iii) l'idoneità dei requisiti di professionalità e indipendenza dell'esperto.

Fino alla data di iscrizione di tale dichiarazione degli amministratori, le azioni ordinarie emesse a fronte del conferimento del Ramo *Aviation* saranno inalienabili e dovranno restare "depositate" presso la Società ai sensi dell'articolo 2343-*quater*, ultimo comma, del codice civile, tenendo conto del regime di dematerializzazione per le medesime esistenti.

Le azioni di nuova emissione rivenienti dall'esecuzione dell'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento, come anticipato, non saranno negoziabili fino alla pubblicazione del relativo prospetto di ammissione alla quotazione sul MTA e, pertanto, fino a tale data, saranno contraddistinte da un codice ISIN differente rispetto a quello delle azioni ordinarie Eurofly attualmente in circolazione. Si ricorda altresì che sarà a tal fine predisposto un unico prospetto relativo (i) alla ammissione alla quotazione sul MTA delle azioni che saranno emesse a fronte dell'Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento e (ii) all'offerta in opzione e alla ammissione alla quotazione sul MTA delle azioni rivenienti dall'esercizio della Delega per l'Aumento di Capitale.

## 10. PROPOSTA DI DELIBERAZIONE.

Signori Azionisti,

per le ragioni sopra illustrate, il Consiglio di Amministrazione Vi propone di assumere le seguenti deliberazioni:

“L'Assemblea degli Azionisti di Eurofly S.p.A.,

- *preso atto di tutta la documentazione formata,*
- *preso atto delle attestazioni del Presidente e [●] del Collegio Sindacale;*

### **delibera**

1) *di aumentare il capitale sociale a pagamento per un ammontare nominale di Euro 6.504.950,48 (seimilionicinquecentoquattromilanovecentocinquanta/48), mediante emissione di n. 325.247.524 (trecentoventicinquemilioni duecentoquarantasettemilacinquecentoventiquattro) azioni ordinarie, senza indicazione del valore nominale, aventi le stesse caratteristiche di quelle già in circolazione, godimento regolare; il prezzo unitario di sottoscrizione delle azioni è fissato in Euro 0,1616 (zero/1616) per ciascuna azione (di cui Euro 0,02 (zero/02) a copertura della parità contabile implicita di emissione e la differenza di Euro 0,1416 (0/1416) a titolo di sovrapprezzo);*

*detto aumento è riservato al socio Meridiana S.p.A. ed avrà esecuzione mediante conferimento in natura - e quindi senza spettanza del diritto di opzione a favore dei soci - avente ad oggetto conferimento in natura, da parte di Meridiana S.p.A., del proprio ramo di azienda di natura esclusivamente mobiliare – comprensivo di immobilizzazioni immateriali, flotta, beni strumentali, rimanenze, crediti, debiti, personale (e relative posizioni attive e passive, ivi compreso il trattamento di fine rapporto) e altri rapporti giuridici – destinato allo svolgimento di attività nel settore del trasporto aereo, il tutto quale formante oggetto della relazione peritale redatta dall'esperto professor Enrico Laghi e dal medesimo asseverata con giuramento in data [●].*

*Ai sensi dell'articolo 2439 comma secondo del codice civile, il termine ultimo per la sottoscrizione è fissato al 28 febbraio 2010,*

2) *di conferire mandato al Consiglio di Amministrazione, e per esso al Presidente Marco Rigotti, di procedere al conferimento di cui al precedente punto 1 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 d'azienda oggetto del medesimo conferimento e/o la continuità aziendale della Società e conseguentemente di approvare che l'atto di conferimento sia sottoscritto dal Presidente Marco Rigotti, a ciò fin d'ora espressamente*

*autorizzato, con facoltà di pattuire ogni e qualsiasi clausola all'uopo ritenuta opportuna nell'interesse della Società – compresi, se del caso, termini iniziali di efficacia, e con facoltà di farsi sostituire da speciali procuratori;*

*è espressamente consentito che l'atto di sottoscrizione e conferimento possa aver luogo anche prima dell'iscrizione delle presenti delibere al Registro delle Imprese di Milano, fermo restando che, in tale caso, la sua efficacia non potrà precedere detta iscrizione al Registro Imprese.*

- 3) *di dare atto e fin d'ora approvare che con l'esecuzione dell'aumento avrà luogo la modifica dell'articolo 5 dello statuto sociale, nella parte relativa all'ammontare del capitale ed al numero delle azioni, riservando all'organo amministrativo l'inserimento delle predette espressioni numeriche, a recepimento e quindi in esito alla sottoscrizione dell'aumento stesso, con delega all'organo amministrativo perchè il medesimo abbia - in conseguenza di ciò - a depositare presso il competente Registro delle Imprese, ai sensi dell'articolo 2436 del Codice Civile, testo di Statuto sociale aggiornato in conseguenza di quanto precede, nel rispetto del preventivo obbligo di deposito delle attestazioni di cui all'articolo 2444 del codice civile, e – a norma dell'articolo 2440, secondo comma, del codice civile – dell'attestazione di cui all'articolo 2343-quater del codice civile. Il tutto con la precisazione che tutte le azioni di nuova emissione saranno inalienabili fino all'intervenuta iscrizione nel competente registro delle imprese, della dichiarazione del Consiglio di Amministrazione prevista dall'articolo 2343-quater, terzo comma, del codice civile e non saranno ammesse a quotazione sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa italiana S.p.A. fino alla pubblicazione del prospetto di ammissione a quotazione sul Mercato Telematico Azionario organizzato e gestito da Borsa italiana S.p.A*
- 4) *di autorizzare il Presidente del Consiglio di Amministrazione a provvedere alle pubblicazioni di legge delle presenti deliberazioni, con facoltà di introdurre quelle modifiche di carattere non sostanziale che fossero eventualmente richieste per l'iscrizione nel Registro delle Imprese”:*

Milano, 4 dicembre 2009

Per il Consiglio di Amministrazione  
il Presidente, Marco Rigotti

---