



Eurofly S.p.A.

Sede legale in Milano, via Ettore Bugatti n. 15

Capitale Sociale Euro 11.084.271,92

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 DI INTEGRAZIONE

al documento informativo predisposto dal Consiglio di Amministrazione di Eurofly S.p.A., ai sensi degli articoli 70, quarto comma, e 71-*bis* del regolamento adottato dalla Consob con delibera in data n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato e integrato, con riferimento all'aumento del capitale sociale di Eurofly S.p.A. con esclusione del diritto di opzione ai sensi dell'articolo 2441, quarto e sesto comma, del codice civile, da liberarsi mediante conferimento in natura del ramo d'azienda relativo all'attività di trasporto aereo di Meridiana S.p.A. (operazione significativa di conferimento in natura con parti correlate).

SOMMARIO

PREMESSA	3
1. CONSIDERAZIONI DEGLI AMMINISTRATORI IN ORDINE ALLE IPOTESI DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO 2010-2018 RELATIVO AL RAMO AVIATION	5
1.1. <i>Osservazioni formulate dell'Esperto in merito al Piano Aviation</i>	5
1.2. <i>Incidenza del Terminal Value ai fini della determinazione del valore di capitale economico del Ramo Aviation</i>	8
2. ASSUNZIONI UTILIZZATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI EUROFLY NELLA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLE PARTECIPAZIONI PARI AL 50% DEL CAPITALE SOCIALE DELLE SOCIETÀ WOKITA E SAME ITALY	9
3. ATTUALE STATO DI REALIZZAZIONE DELLE CONDIZIONI SOSPENSIVE CUI SONO SOGGETTI L'INTEGRAZIONE E L'IMPEGNO MERIDIANA	9
4. AZIONI PREVISTE DAL MANAGEMENT, NEL PIANO INDUSTRIALE INTEGRATO, AL FINE DI OTTENERE SINERGIE ATTE A GENERARE FLUSSI DI CASSA INCREMENTALI RISPETTO AI PIANI STAND-ALONE DELLE DUE SOCIETÀ	10
a) <i>Risparmi sui costi di struttura ("overhead")</i>	10
b) <i>Applicazione contratto Eurofly</i>	11
c) <i>Ottimizzazione equipaggi</i>	12
d) <i>Operazione Meridiana express e integrazione network</i>	12
e) <i>Ulteriori progetti del piano integrato: accordo di Solidarietà Crew</i>	13

PREMESSA.

Con la presente relazione illustrativa (il “**Supplemento**”), il Consiglio di Amministrazione di Eurofly S.p.A. (“**Eurofly**” o la “**Società**”) intende rendere note alcune informazioni richieste dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa - Consob con lettera protocollo n. DEM/9103825 in data 16 dicembre 2009, pervenuta a Eurofly in data 17 dicembre 2009, formulata ai sensi dell’articolo 114, quinto comma, del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (“**TUF**”) ad integrazione del documento informativo predisposto ai sensi degli articoli 70, quarto comma, e 71-*bis* del Regolamento Emittenti, relativo ad operazione significativa con parti correlate, inviato a Consob e messo a disposizione del pubblico in data 11 dicembre 2009 (il “**Documento Informativo**”).

Il Documento Informativo è stato predisposto con riferimento alla 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. (“**Meridiana**”), del proprio ramo di azienda relativo alle attività di trasporto aereo (il “**Ramo Aviation**”).

Le informazioni oggetto del presente Supplemento al Documento Informativo devono pertanto considerarsi integrazioni alle sezioni ed ai paragrafi del Documento Informativo ivi richiamati e devono essere esaminate alla luce del contenuto del Documento Informativo nel suo complesso. I termini con iniziale maiuscola utilizzati nel presente Supplemento avranno il medesimo significato ad essi attribuito nel Documento Informativo e in particolare nel relativo “*Indice delle definizioni*”.

Il presente Supplemento viene messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale di Eurofly e presso Borsa Italiana S.p.A. e pubblicato sul sito *internet* della Società *www.eurofly.it*, oltre che inserito nella cartella lavori in occasione della assemblea straordinaria di Eurofly, convocata per il 21 e il 22 dicembre 2009 rispettivamente in prima e in seconda convocazione, che sarà chiamata a deliberare, *inter alia*, sulla proposta sopra richiamata di Aumento del Capitale Sociale da liberare mediante il Conferimento. Della pubblicazione del presente Supplemento viene data informativa al pubblico mediante apposito comunicato stampa.

*** **

Per una migliore comprensione delle informazioni contenute nel presente Supplemento, nel seguito è integralmente riportata la comunicazione inviata da Consob a Eurofly in data 17 dicembre 2009.

“*Spett.*

Eurofly S.p.A.

Via Ettore Bugatti n. 15

20142 Milano (MI)

OGGETTO: Assemblea straordinaria dei soci convocata per il 21 dicembre 2009 – Richiesta di integrazione di informazioni ai sensi dell’art. 114, comma 5, del D.Lgs. n. 58/1998

Si fa riferimento alla relazione degli amministratori, predisposta ai sensi degli artt. 2441, comma 6, c.c. e 70, comma 3, del Regolamento adottato con delibera Consob n. 11971/1999 e successive modificazioni ("Regolamento Emittenti"), concernente la proposta di aumento del capitale sociale con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell'art. 2441, comma 4, c.c., da sottoporsi all'Assemblea in oggetto.

Si fa, altresì, riferimento al documento informativo che codesta Società ha redatto, ai sensi degli artt. 70, comma 4 e 71-bis del Regolamento Emittenti, relativamente alla citata operazione di aumento di capitale in natura.

Al riguardo, si invita codesta Società, ai sensi della normativa in oggetto, a riportare nel corso della suddetta Assemblea le seguenti informazioni e notizie:

- le considerazioni degli Amministratori di codesta Società in ordine alle ipotesi del piano economico-finanziario per il periodo 2010-2018 relativo al Ramo Aviation utilizzato per valorizzazione del ramo d'azienda oggetto del conferimento. Tali considerazioni dovranno, tra l'altro, tener conto: (i) della circostanza che l'esperto nominato dalla conferente ex art. 2343-ter, comma 2, lett. b), c.c., ha considerato dette ipotesi "sfidanti nella loro realizzazione"; (ii) del fatto che il piano in parola sia basato su una previsione esplicita di flussi finanziari per un periodo di nove anni, commentando la comparabilità o meno di tale periodo con la prassi adottata da imprese del medesimo settore e l'attendibilità di stime per un periodo di tale lunghezza; (iii) del fatto che l'incidenza del terminal value è pari all'80% dell'enterprise value attribuito al ramo Aviation;

- le assunzioni utilizzate dal Consiglio di Amministrazione di codesta Società nella stima del valore economico delle partecipazioni pari al 50% del capitale sociale delle società Wokita e Same Italy, effettuata nell'ambito della valutazione autonoma del valore del Ramo Aviation, con particolare riferimento ai piani economici predisposti dalle due citate società;

- l'attuale stato di realizzazione delle condizioni sospensive cui è soggetta l'integrazione nonché l'impiego di sottoscrizione dell'aumento di capitale in denaro, fino a massimi 40 milioni di euro, da parte di Meridiana, con particolare riferimento alla concessione, entro il 31.1.2010, ad Eurofly, post integrazione, di affidamenti pari ad euro 30 milioni ed alla conferma e/o rinnovo delle garanzie necessarie in relazione all'attività di trasporto aereo da parte delle attuali banche finanziatrici di Meridiana ed Eurofly e/o di altri istituti bancari;

- la descrizione delle azioni, previste dal management nel Piano Industriale Combined di Meridiana ed Eurofly, al fine di ottenere sinergie atte a generare flussi di cassa incrementali rispetto ai piani stand-alone delle due società con la relativa quantificazione.

Le informazioni fornite in risposta alla presente richiesta dovranno essere messe a disposizione del pubblico mediante integrazione del suddetto documento pubblicato ai sensi degli artt. 70, comma 4 e 71-bis del Regolamento Emittenti.

Con comunicato stampa da diramarsi, ai sensi dell'art. 66, comma 2, del Regolamento Emittenti, codesta Società dovrà informare il mercato dell'intervenuta integrazione del riferito documento.

La presente richiesta e l'informativa al riguardo fornita dovranno, infine, essere integralmente riportate nel verbale relativo all'assemblea indicata in oggetto."

***** ****

1. CONSIDERAZIONI DEGLI AMMINISTRATORI IN ORDINE ALLE IPOTESI DEL PIANO ECONOMICO-FINANZIARIO 2010-2018 RELATIVO AL RAMO AVIATION.

1.1. Osservazioni formulate dell'Esperto in merito al Piano Aviation.

Nel paragrafo 2.1.3.3 del Documento Informativo ("*Considerazioni del Consiglio di Amministrazione in merito alla valorizzazione del Ramo Aviation*") devono intendersi integrate le seguenti informazioni aggiuntive.

Con precisato nella Relazione Illustrativa, tra le principali difficoltà incontrate nell'espletamento del proprio incarico, l'Esperto ha indicato l'impiego di un piano economico-finanziario (il Piano *Aviation* approvato dal Consiglio di Amministrazione di Meridiana) caratterizzato da assunzioni che, sebbene siano state valutate come realizzabili da parte del *management* di Meridiana, risultano comunque sfidanti nella loro realizzazione. Tale circostanza fa sì che eventuali scostamenti negativi, nei modi e nei tempi di realizzo degli obiettivi del piano economico-finanziario, potrebbero incidere significativamente sul valore risultante dalla stima effettuata.

In tale contesto, il Consiglio di Amministrazione di Eurofly - ancorché non tenuto a porre in discussione la valutazione dell'Esperto nell'ambito del processo di definizione della congruità del prezzo di emissione delle azioni - in relazione alle considerazioni dell'Esperto stesso in merito alla realizzabilità delle assunzioni adottate dal *management* di Meridiana nella predisposizione del Piano *Aviation*, ha esaminato criticamente le stesse nell'ambito della attività che ha ritenuto di porre in essere, con il supporto dell'*Advisor* Finanziario, per la tutela degli interessi degli azionisti di minoranza in una operazione effettuata tra parti correlate.

Da questo punto di vista il Consiglio di Amministrazione - sebbene l'Esperto abbia dichiarato che non gli sono note circostanze che possano impedire il verificarsi delle assunzioni rappresentate nel Piano *Aviation* - nell'identificazione di fattispecie peculiari che possano rendere i dati previsionali di Meridiana particolarmente "sfidanti" se comparati a quelli di Eurofly e del mercato di riferimento, ha preso atto che i dati previsionali del Piano *Aviation* sono significativamente influenzati dall'andamento di variabili di scenario le cui dinamiche non sono sotto controllo di Meridiana. Tale sensibilità dei dati previsionali a variabili esogene non controllabili rappresenta, peraltro, un elemento di criticità del Piano *Aviation* riscontrato dagli Amministratori anche con riferimento ai dati previsionali di Eurofly e comune a quello dei dati previsionali delle imprese del settore, con riferimento a orizzonti temporali anche di brevissimo periodo, e quindi non costituente una caratteristica specifica aggravante nella identificazione di fattispecie particolarmente "sfidanti" esclusivamente applicabili al Piano *Aviation*.

Con riferimento alle azioni strategiche specifiche del Piano *Aviation*, gli Amministratori, supportati dall'*Advisor* Finanziario e dall'*Advisor* Industriale, hanno rilevato come il *management* di Meridiana preveda nell'arco esplicito novennale di previsione una forte riconversione della propria operatività tramite:

- il completo rinnovamento della flotta (sostituzione degli aeromobili MD80 con i velivoli più moderni ed efficienti A320);
- la razionalizzazione delle rotte coperte, resa possibile anche dalla disponibilità dei sopraccitati nuovi velivoli.

È previsto che tali azioni strategiche si concludano nel 2017, ed i relativi benefici attesi si realizzino a partire dal 2018. In altri termini il *management* di Meridiana ha ipotizzato che gli effetti di tali processi possano esprimersi compiutamente nel periodo indicato e che gli effetti sulla redditività possano essere pienamente apprezzati in una situazione “a regime” solo a partire dal 2018.

A giudizio degli Amministratori è questa la caratteristica peculiare del Piano *Aviation* che può rappresentare un elemento di aggravamento dell'aleatorietà delle previsioni rispetto alla normale incertezza propria di qualsiasi processo di pianificazione effettuato da Meridiana, da Eurofly o da qualsiasi operatore del settore, in condizioni di continuità operativa. Da questo punto di vista, gli Amministratori, supportati dall'*Advisor* Industriale, hanno concluso che le scelte strategiche di riconversione della flotta e di razionalizzazione delle rotte dipendono esclusivamente da azioni interne sviluppate dal *management* di Meridiana e quindi sottoposte ad un grado di aleatorietà nella loro realizzabilità condizionato alla sola volontà del *management* di porle in essere coerentemente con quanto assunto nel Piano *Aviation*, volontà che non può essere posta in dubbio dagli Amministratori. Non è quindi in questo aspetto che il Piano *Aviation* possa essere considerato “sfidante”.

Per contro, l'elemento che può rendere più “sfidante” il processo previsionale specifico rispetto a quello tipico, è ravvisato dagli Amministratori e dall'*Advisor* Industriale nella possibilità di stimare attendibilmente gli effetti economici di tali strategie di lungo termine in un contesto di aleatorietà dell'andamento delle variabili macroeconomiche che, come precedentemente indicato, condizionano così significativamente i dati previsionali.

Da questo punto di vista, pur rilevando che la durata novennale di detto periodo esplicito è superiore a quella quinquennale utilizzata nell'ordinario processo di pianificazione di Meridiana, il Consiglio di Amministrazione non ha individuato nell'ambito delle dottrine e prassi valutativa, indicazioni che escludano la possibilità di utilizzo di periodi espliciti più estesi qualora ne ricorrano i presupposti. A tale proposito si rileva come sia usuale nella prassi valutativa estendere il periodo di previsione oltre il normale periodo di pianificazione strategica, utilizzato ai fini delle ordinarie attività di controllo di gestione. laddove sussistano processi strategici mirati e specifici, di natura non ricorrente nella ordinaria gestione della attività aziendale. In questo senso, il Consiglio di Amministrazione ha ritenuto che la giustificazione di una maggiore durata del periodo esplicito di previsione possa essere rappresentata, come anticipato, dal fatto che le chiavi operative di realizzazione delle strategie previste nel Piano *Aviation* si basano su obiettivi di lunga durata, mai posti in essere in passato, pur se sotto il controllo del *management*.

Inoltre, anche i principi contabili internazionali (in particolare lo IAS 36 al paragrafo 33), nel raccomandare che il periodo di previsione esplicita delle proiezioni economiche utilizzate per il test di *impairment* non superi i cinque anni, non esclude durate superiori, nell'ipotesi che tale più lunga durata di previsione sia giustificata (aspetto che gli Amministratori considerano ricorrente nella fattispecie indicata per le motivazioni precedentemente riferite).

A completamento delle considerazioni sulla durata novennale del periodo esplicito di previsione, si sottolinea inoltre come, nel paragrafo 2.1.3.3 del Documento Informativo (“Considerazioni del Consiglio di Amministrazione in merito alla valorizzazione del Ramo *Aviation*”) devono intendersi integrate le seguenti informazioni aggiuntive.

L'Esperto, ai fini della determinazione del valore di capitale economico del Ramo Aviation – determinazione effettuata attraverso il metodo UDCF- Unlevered Discounted Cash Flow – ha utilizzato integralmente i flussi di previsione esplicita previsti dal Piano Aviation, stimando di conseguenza flussi di cassa puntuali per gli esercizi dal 2010 al 2018 incluso e provvedendo successivamente alla determinazione di un Terminal Value espressivo di una situazione di equilibrio di lungo termine successiva al 2018.

L'Esperto, pur considerando le previsioni del *management* di Meridiana “sfidanti nella loro realizzazione”:

- da un lato, ha scelto come metodo principale di valutazione, un metodo basato sulle stesse previsioni, riconoscendo in tal modo l'affidabilità del Piano *Aviation*;
- dall'altro lato, ha incorporato/rappresentato il proprio giudizio della relativa rischiosità delle previsioni nella scelta di un idoneo tasso di sconto. Come indicato dalla migliore dottrina, infatti, l'incertezza associata ai flussi di cassa attesi deve essere riflessa nel tasso di sconto adottato per l'attualizzazione dei flussi di cassa stessi. L'approccio adottato dall'esperto è stato quello di determinare il tasso di sconto (WACC) a partire da un costo del capitale del capitale proprio derivante dall'applicazione del *Capital Asset Pricing Method*, metodologia ampiamente riconosciuta dalla prassi professionale, sulla base dei dati di mercato. Al valore così determinato ha aggiunto un premio aggiuntivo per il rischio specifico di tre punti percentuali. Tale premio, che ha un peso di circa il 30% sul costo del capitale complessivo, è riconducibile alla particolare rischiosità del piano del *Ramo Aviation* rispetto quella normalmente stimabile sulla base dei dati di mercato.

Ne emerge pertanto la coerenza del processo valutativo, che può essere compiutamente giudicato solo nella sua interezza, ovvero in tutto il percorso che ha portato al giudizio di valore e non nelle singole componenti di analisi.

Il medesimo approccio valutativo è stato del resto adottato anche dall'*Advisor* Finanziario ai fini della propria Relazione sulla Valorizzazione del Ramo *Aviation*: questi ha infatti utilizzato i dati previsionali per gli esercizi dal 2010 al 2018 ai fini della stima puntuale dei flussi di cassa nel periodo di previsione esplicita, procedendo alla determinazione di un *Terminal Value* espressivo di una situazione di equilibrio di lungo termine successiva al 2018.

In ambito valutativo, la scelta del periodo di previsione esplicita è normalmente legata alla capacità previsionale del *management* della società oggetto di valutazione. Tanto più esteso è tale periodo quanto più appare accurata l'applicazione del paradigma valutativo.

Appare opportuno infatti rammentare che alla base della teoria valutativa su cui si sviluppa il metodo prescelto dall'esperto vi sia un'ipotesi di vita pressoché infinita dell'impresa e che la suddivisione tra periodo di previsione esplicita e valore residuo sia dettato proprio dalla capacità previsionale:

$$V = V_{pe} + V_t$$

Il valore terminale rappresenta una stima del valore successivo al valore del periodo esplicito, stimato con una ipotesi semplificatrice sui flussi d'azienda (crescita perpetua ad un tasso costante g) che consente l'utilizzo della formula del valore terminale:

$$V_t = \text{Cash Flow Normalizzato} / (\text{WACC} - g)$$

Sulla base di tale presupposto teorico, ogni possibile sforzo previsionale che tende ad estendere il periodo di previsione esplicita non può che rendere più accurato il processo applicativo del paradigma valutativo.

Pertanto, il Consiglio di Amministrazione, confortato dall'*Advisor* Finanziario, ritiene che, nel caso di specie, l'utilizzo di un periodo analitico della durata di 9 anni risponda a principi di corretta rappresentazione e ragionevolezza delle stime.

Sotto il profilo industriale, si ricorda, è stato considerato un lasso temporale che descrivesse in modo completo il ciclo operativo aziendale, ove nella fattispecie quest'ultimo dipende da importanti interventi di ristrutturazione del *business*, con riferimento in particolare al rinnovo della flotta con la sostituzione di aeromobili MD80 con A320.

Dal punto di vista valutativo, secondo la prassi internazionale, la durata del periodo di proiezione esplicita può estendersi da 7 a 10 anni, in settori a bassa intensità di capitale, e fino a 10-15 anni in settori caratterizzati da elevato assorbimento di capitale, ma, soprattutto, si fonda sulla prassi che i flussi analitici coincidano con l'orizzonte di pianificazione aziendale, con la possibilità addirittura di una ulteriore estensione rispetto al piano redatto dal *management* nel caso in cui gli stessi flussi rappresentino una frazione modesta del valore dell'impresa.

In secondo luogo, si è ritenuto che l'utilizzo dell'orizzonte temporale 2010-2018 come periodo di previsione esplicita potesse fornire una stima più accurata del valore aziendale, conferendo maggiore peso ai flussi analitici in relazione al *Terminal Value*. Nonostante l'aleatorietà delle previsioni puntuali e la forte dipendenza dei risultati da un articolato complesso di variabili di scenario, quindi, l'utilizzo di flussi puntuali per tutto il periodo di previsione esplicita disponibile consente di mitigare gli effetti distorsivi sul valore legati al peso della grandezza flusso del valore terminale, soggetta per sua natura ad un elevato grado di incertezza visti gli assunti sulle quali si basa.

Di conseguenza, si è ritenuto che l'utilizzo di tutto il periodo previsto dal Piano *Aviation* ai fini del calcolo dei flussi espliciti sia da considerarsi ragionevole, potendo invece l'arbitraria selezione di un periodo più breve (con la conseguente esigenza di elaborare ulteriori ipotesi per la normalizzazione dei flussi di cassa ad uno stadio non ancora stabilizzato) risultare priva di adeguate motivazioni e distorsivo.

1.2. *Incidenza del Terminal Value ai fini della determinazione del valore di capitale economico del Ramo Aviation.*

Nel paragrafo 2.1.3.3 del Documento Informativo (“*Considerazioni del Consiglio di Amministrazione in merito alla valorizzazione del Ramo Aviation*”) devono infine intendersi integrate le seguenti informazioni aggiuntive.

Per ciò che attiene l'incidenza del *Terminal Value* sull'*enterprise value* calcolato per il Ramo *Aviation*, pari all'incirca all'80%, si rileva che ciò è in primo luogo dovuto alla natura del Piano *Aviation*, che, nella rappresentazione dei citati interventi di rinnovo e sostituzione totale della flotta, presenta rilevanti flussi di cassa negativi nei periodi più prossimi, segnatamente in ragione della consistenza degli investimenti.

Si segnala inoltre che è frequente nella prassi trovare valutazioni ove i valori non derivanti dal periodo di previsione esplicita abbiano un peso rilevante, anche maggiore dell'80%.

Si segnalano, a titolo esemplificativo, alcune tra le più recenti *equity research* elaborate da Royal Bank of Scotland a copertura rispettivamente di Air France-Klm, British Airways, Deutsche Lufthansa e Iberia. In tali relazioni è esposta una valutazione con metodo DCF, in cui la maggior parte del valore dipende da flussi non riferiti al periodo di pianificazione esplicita e/o dal *Terminal Value*, mentre a seconda dei casi i flussi del periodo esplicito generano l'*enterprise value* per una porzione variabile tra il -14% ed il 13%.

Appare opportuno inoltre sottolineare come nella determinazione del *Terminal Value*, l'Esperto abbia ipotese un tasso di crescita (“*growth rate*” – “*g*”) pari a zero, che in una condizione di previsioni di flussi di cassa da Piano in termini nominali, equivale ad una ipotesi di decrescita dei flussi di cassa in termini reali. In altri termini l'Esperto, assumendo un *g* pari a zero, ha ipotizzato implicitamente che i flussi non recuperino neanche l'inflazione e che quindi in termini reali, subiscano una decrescita.

2. ASSUNZIONI UTILIZZATE DAL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE DI EUROFLY NELLA STIMA DEL VALORE ECONOMICO DELLE PARTECIPAZIONI PARI AL 50% DEL CAPITALE SOCIALE DELLE SOCIETÀ WOKITA E SAME ITALY.

Per le società Wokita e Same Italy, il cui 50% del capitale sociale è detenuto da Meridiana (e ricompreso nel Ramo *Aviation*) e il restante 50% da Eurofly, il Consiglio di Amministrazione ha 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, successivamente rivisti e modificati nel corso dell'esercizio 2009, confrontati 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, nella Relazione degli Amministratori viene indicato come i dati consuntivi relativi all'esercizio 2008 mostrino rilevanti scostamenti negativi nella marginalità rispetto a quanto in origine pianificato. Gli Amministratori hanno 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, gli Amministratori riferiscono di aver provveduto ad adeguare, nella valutazione del perimetro del Ramo *Aviation* da conferire, il valore delle predette partecipazioni apportando le conseguenti rettifiche.

Dal punto di vista valutativo è stato adottato dall'Esperto – nell'ambito della valorizzazione del Ramo *Aviation* - e dal Consiglio di Amministrazione – nell'ambito della valorizzazione di Eurofly - lo stesso metodo (del *Discounted Cash Flow*), basato sull'attualizzazione dei flussi di cassa derivabili dai piani industriali di Wokita e Same Italy.

In particolare, i flussi relativi al periodo di previsione esplicita (2010-2013), nonché il *Terminal Value* sono stati attualizzati a tassi ritenuti rappresentativi della rischiosità associata al *business* ed alle ipotesi dei singoli piani. I valori così ottenuti sono coerenti con il *test* sopra rappresentato.

Anche in questo caso, nel giudizio di valore, si è tenuto conto della relativa rischiosità delle previsioni dei flussi di cassa nella determinazione del tasso di sconto, con l'applicazione di significativi premi per il rischio specifico, come segue:

- Wacc utilizzato dall'Esperto per la valutazione di Wokita: 23%;
- Wacc utilizzato dall'Esperto per la valutazione di Same Italy: 12%.

Appare opportuno rilevare che (i) con il progetto di Integrazione le partecipazioni in Wokita e SameItaly risulteranno riunite per il 100% in capo al medesimo soggetto e (ii) il valore attribuito alle partecipazioni è sostanzialmente lo stesso nell'ambito della valorizzazione del Ramo *Aviation* e di Eurofly.

Tale circostanza riduce gli effetti di eventuali distorsioni valutative su tali partecipazioni.

3. ATTUALE STATO DI REALIZZAZIONE DELLE CONDIZIONI SOSPENSIVE CUI SONO SOGGETTI L'INTEGRAZIONE E L'IMPEGNO MERIDIANA.

Nel paragrafo 1.2.3 del Documento Informativo (“*Rischi relativi alla mancata attuazione dell’Aumento di Capitale da liberare mediante il Conferimento*”) devono intendersi integrate le seguenti informazioni.

In merito all'attuale stato di realizzazione della Condizione Sospensiva e delle condizioni alle quali è subordinato l'Impegno Meridiana, ed in particolare con riferimento alla concessione, entro il 31 gennaio 2010, ad Eurofly post Integrazione di affidamenti pari a Euro 30 milioni e alla conferma e/o rinnovo delle Garanzie da parte degli Istituti Finanziatori, si precisa che sono state avviate e sono quindi in corso

le trattative con gli Istituti Finanziatori volte all'ottenimento dei predetti affidamenti e alla conferma e/o al rinnovo delle citate garanzie.

Dopo alcuni incontri fra gli Istituti Finanziatori, i rappresentanti della Società e gli *advisor* della stessa, gli Istituti Finanziatori stanno esaminando la documentazione relativa all'Integrazione al fine di effettuare la necessaria istruttoria in merito.

Allo stato Eurofly auspica di poter concludere le trattative con gli Istituti Finanziatori entro il termine del 31 gennaio 2010 previsto nella Lettera Meridiana, ma non è in grado di formulare alcuna previsione né in merito alla possibilità di conseguire tale obiettivo entro il predetto termine, né in merito all'esito di tali trattative.

Si rammenta, peraltro, che le condizioni sospensive, in quanto poste nell'interesse esclusivo di Meridiana, sono dalla stessa rinunciabili, fermo restando che il termine finale per la sottoscrizione dell'Aumento di Capitale da liberare mediante il Conferimento è il 28 febbraio 2010, anche tenuto conto del 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.

4. AZIONI PREVISTE DAL *MANAGEMENT*, NEL PIANO INDUSTRIALE INTEGRATO, AL FINE DI OTTENERE SINERGIE ATTE A GENERARE FLUSSI DI CASSA INCREMENTALI RISPETTO AI PIANI STAND-ALONE DELLE DUE SOCIETÀ.

Nel paragrafo 2.2. del Documento Informativo ("*Indicazione dei programmi elaborati da Eurofly relativamente al ramo d'azienda ricevuto in conferimento*") devono intendersi integrate le seguenti informazioni.

I risultati incrementali descritti in precedenza, quantificati nell'arco del periodo esplicito del Piano Industriale Integrato (2010-2015) in circa complessivi Euro 70 milioni, derivano dalla stima dell'effetto dalle azioni previste dal *management* tenendo conto dei costi di ristrutturazione connessi a tali azioni e delle prudenze assunte nella quantificazione dei benefici dalle stesse derivanti, per le quali vengono forniti di seguito gli specifici dettagli.

In particolare, le menzionate sinergie si compendiano nei seguenti punti:

- a) Risparmi sui costi di struttura ("*overhead*")
- b) Applicazione contratto Eurofly
- c) Ottimizzazione equipaggi
- d) Operazione Meridiana Express e integrazione *network*.

Il Piano integrato prevede inoltre ulteriori progetti e, in particolare:

- e) Accordo di solidarietà *Crew*.
- a) *Risparmi sui costi di struttura ("overhead")*.

La riduzione dei costi di struttura è determinata in prevalenza dai risparmi sul costo del personale (al netto dei costi di riorganizzazione), sulle consulenze direzionali e dirigenti, nonché su altri costi generali e di struttura.

I risparmi sui “costi del personale” sono conseguenti al processo di ristrutturazione organizzativo e gestionale basato sui seguenti criteri e assunzioni:

- eliminazione nelle strutture ex-Meridiana dei processi di governo e di indirizzo della controllata Eurofly;
- eliminazione delle duplicazioni organizzative, con particolare riferimento alle aree di *staff* delle due aziende originarie;
- incremento, a risorse marginali, delle dimensioni dei singoli dipartimenti residui per far fronte all’incremento dei volumi conseguenti l’integrazione;
- ridefinizione dei processi di *staff* ed amministrativi, anche mediante utilizzo di nuove tecnologie, nuovi modelli di organizzazione del lavoro e di nuovi assetti logistici, per l’ottenimento di ulteriori risparmi in termini di numero di risorse umane dedicate.

Tale riorganizzazione, ferma restando la necessità di mantenere alcuni presidi operativi e commerciali presso le sedi di Milano e Malpensa, comporterà anche il sostanziale trasferimento delle attività amministrative e gestionali, di *staff* e di Direzione presso la sede di Olbia, con conseguente necessità di trasferimento di parte del personale dalla sede di Milano e Malpensa e relativi costi di trasferimento e approntamento di nuovi investimenti di *layout* presso la sede di Olbia.

Tal ristrutturazione determinerà un eccesso di personale di circa 120 unità nelle varie sedi dell’entità combinata, per il cui esodo saranno da definire i possibili ammortizzatori sociali tramite confronto con le Organizzazioni sindacali.

Il progetto di integrazione prevede anche la riduzione delle “consulenze direzionali e dirigenti” riconducibili sostanzialmente alla presenza di un unico Consiglio di Amministrazione, di un unico Collegio Sindacale e di un’unica Società di Revisione, alla riduzione per accorpamento delle consulenze legali, fiscali e societarie ed infine alla riduzione, per mancato trasferimento in Eurofly, di alcuni dirigenti che rimarranno in Meridiana, oppure verranno allocati in altre società del gruppo che fa capo a Meridiana.

Infine si prevede di ottenere ulteriori risparmi sugli altri “costi generali e di struttura” connessi in particolare all’accorpamento di alcuni contratti, alla riduzione dei costi di locazione e oneri accessori della sede centrale per effetto del trasferimento delle attività a Olbia, nonché al recupero di altri costi per riaddebito di servizi amministrativi a Meridiana express.

Si evidenzia che i risparmi evidenziati derivano unicamente e inscindibilmente dal processo di integrazione prospettato, essendo connessi all’“taglio” di funzioni sovrapposte e all’accorpamento dei contratti e delle sedi operative.

b) *Applicazione contratto Eurofly.*

L’Integrazione permette di applicare la disciplina contrattuale collettiva aziendale vigente per il personale di Eurofly in sostituzione di quella Meridiana.

Il beneficio atteso è stato computato applicando alcuni voci e meccanismi del contratto Eurofly al personale navigante, tra cui si citano a titolo esemplificativo le ore credito, le indennità di presenza giornaliera, altre indennità aggiuntive legati alle attività di volo, ferie e riposi.

c) *Ottimizzazione equipaggi.*

Nell'arco di implementazione del Piano Industriale Integrato è prevista la ottimizzazione nell'uso degli equipaggi attraverso la razionalizzazione del network operativo, la unificazione graduale della flotta e la maggiore disponibilità di basi operative e di equipaggi (con risparmi anche sulle "riserve" e sullo spostamento di personale "must-go" tra una sede e l'altra).

Tenuto conto che l'omogeneizzazione della flotta avverrà con un processo graduale, i risparmi di questa ottimizzazione andranno a regime progressivamente in quattro anni.

Si evidenzia che i risparmi saranno possibili unicamente in un'ottica di integrazione totale con un'assoluta interscambiabilità del personale navigante, attualmente suddiviso tra due compagnie, superando i vincoli posti alla Società dalla normativa e dalle licenze.

d) *Operazione Meridiana express e integrazione network.*

Il Piano Industriale Integrato prevede il consolidamento di tutta la flotta e di tutti gli equipaggi Airbus (A330, A320 e A319) in una unica entità legale – Meridiana fly – operante con un unico COA (certificato di operatore aereo).

Con la costituzione di "Meridiana express" ("Secondary COA"), posseduta al 100% da Meridiana fly, nella quale sarà conferita la flotta degli MD-80, si avrà l'obiettivo di creare una nuova realtà operativa in grado di offrire capacità e servizi di trasporto aereo, soprattutto durante il periodo di picco della stagione estiva in modo da intercettare quegli elevati volumi di domanda turistica che caratterizzano tale periodo dell'anno soprattutto in Italia.

In particolare si prevede che Meridiana express, noleggi in formula ACMI (*Aircraft, Crew, Maintenance and Insurance*) i propri aeromobili alla entità risultante dall'Integrazione (Meridiana fly), che otterrebbe quindi il beneficio di un costo inferiore a quello che sosterebbe mantenendo gli aerei nella propria flotta.

Meridiana express come nuovo vettore opererà secondo contratti e condizioni competitive, con flessibilità elevate di natura organizzativa ed economica, grazie all'utilizzo di aeromobili a basso costo fisso (MD-80) e il ricorso a contratti stagionali, interinali o part-time consentiti dalla forte disponibilità di equipaggi di condotta sul mercato italiano. Inoltre, Meridiana express potrà anche offrire sul mercato ACMI/Charter un prodotto molto competitivo, pur mantenendo adeguati margini di profitto.

Va rilevato che l'operazione Meridiana express permetterà di liberare risorse e attività di Meridiana fly che quindi potrà aggiungere collegamenti stagionali dalla Sardegna e su altre destinazioni domestiche e internazionali nel periodo estivo.

In tal modo il beneficio complessivo sarà legato direttamente alle strategie di integrazione con le compagnie aeree *partner* e con la gestione in *wet-lease* degli MD-80.

e) *Ulteriori progetti del piano integrato: accordo di Solidarietà Crew.*

Il Piano Industriale Integrato prevede l'attuazione del contratto di solidarietà del *Crew* già in vigore in Eurofly con estensione del medesimo fino al 2015, subordinatamente al raggiungimento di un accordo con le organizzazioni sindacali.

Dai risparmi legati ai contributi di solidarietà durante l'arco del Piano Industriale Integrato sono stati decurtati i risparmi attesi sugli equipaggi nel Piano *Stand Alone* di Eurofly, dovuti essenzialmente al fatto che nel Piano *Stand-Alone* stesso era ipotizzata la rottura del contratto di lavoro con la conseguente possibilità di assunzione di personale a costi più bassi.

*** **

Milano, 21 dicembre 2009