

**COMUNE DI PISA**

Pisa

Nota di aggiornamento della relazione emessa in precedenza  
a seguito della pubblicazione delle linee guida strategiche

Maggio 2014

**M**oores **R**owland **B**ompani

## **Nota di aggiornamento della relazione emessa in precedenza a seguito della pubblicazione delle linee guida strategiche**

A seguito della pubblicazione delle linee guida strategiche ci è stato richiesto di procedere ad un aggiornamento della comfort letter precedente emessa, esplicitando eventuali aspetti ritenuti particolarmente significativi in relazione alla congruità dell'OPA promossa da Corporacion America Italia S.r.l.

### **Un esame della recente documentazione**

#### **In ordine al profilo strategico**

Nell'appendice A del Master-plan 2014 – 2029, ADF dopo aver sottolineato come la pista di 2.400 metri permetterebbe uno sviluppo di traffico sensibile ed un ampliamento delle destinazioni raggiungibili contro un investimento di soli 13 milioni di euro aggiuntivi, sviluppa comunque il proprio piano economico – finanziario sulla base della pista da 2.000 metri, approvata nel PIT regionale.

In sostanza, si percepisce chiaramente come la pista da 2.400 metri rappresenti comunque la soluzione migliore che permetterebbe di raggiungere al 2029, secondo le loro ipotesi, un traffico di ben 6 milioni di passeggeri contro i 4,3 milioni derivanti dalla pista di 2.000.

L'offerente, nel suo comunicato di risposta alla richiesta di chiarimenti a Consob, afferma che il dato di 5 milioni presente nel prospetto dell'OPA giustifica il maggior traffico rispetto ai 4,3 milioni di cui al master-plan di ADF per effetto di "investimenti" che l'offerente intende effettuare, senza peraltro precisare quali siano. Si rileva inoltre che in tale comunicato non si afferma niente circa la realizzazione della nuova pista.

Moores Rowland Bompani s.r.l.  
Società di Revisione Legale

Capitale sociale € 100.000 Codice Fiscale/Partita IVA e Registro Imprese Milano n. 08042520968 REA Milano 1999441 - Uffici a Milano, Torino, Viareggio - "Correspondent firm" a Bologna, Padova e Roma. Registro Revisori Legali n. 168159.  
Member firm indipendente di Kreston International che con una organizzazione di circa 21.000 persone, presente in 702 uffici in 105 paesi e con un fatturato aggregato di US\$ 2 miliardi rappresenta una delle più importanti organizzazioni internazionali nel settore della revisione contabile e della consulenza fiscale e organizzativa.



Le linee guida sul piano strategico per SAT e ADF presentate dall'offerente non sembrano aggiungere nulla di particolarmente significativo rispetto alla documentazione già disponibile.

In effetti si ribadisce che il traffico su Firenze sarà al 2029 di 4,5 milioni con offerta focalizzata su vettori full-cost e non si menziona in alcun punto l'obiettivo di una pista di 2.400 metri, pur manifestato dalla controllata ADF.

Per Pisa si confermano gli obiettivi di investimenti e sviluppo traffico già approvati dal CdA e soprattutto l'idea che rimarrà base per la principale compagnia low-cost. L'incremento del traffico su Pisa viene in parte spiegato dal potenziamento di voli a lungo raggio.

### **In ordine al rilancio economico**

In ordine al rilancio proposto dall'offerente che porta ad euro 14,22 il prezzo ad azione che verrà riconosciuto agli azionisti aderenti all'offerta pubblica di acquisto, riteniamo che lo stesso non sia congruo per i motivi già ampiamente richiamati nella comfort letter emessa in data 6 maggio 2014, alla quale espressamente rimandiamo, e che di seguito brevemente riportiamo:

- i valori riferiti all'OPA lanciata su SAT devono essere necessariamente correlati alla contestuale OPA lanciata sempre da Corporation America. Pertanto il prezzo offerto per l'acquisto delle azioni di SAT deve tenere conto dei "fondamentali" della società in relazione a quelli di ADF. Il confronto sulla base della concomitante OPA su Aeroporti di Firenze portava ad un prezzo per singola azione SAT di 22,15 €;
- il confronto dei prezzi basato sui book value correnti (basati sui dati consolidati del bilancio 31.12.2013) e prospettici (basati sui dati del business plan delle due società) portava il valore delle azioni SAT rispettivamente a 18,49 € ed a 20,89 €;
- la mancata valorizzazione del "premio di controllo" che generalmente oscilla tra il 10% ed il 30% e che in maniera del tutto arbitraria e soggettiva avevamo

ipotizzato potesse essere quantificato in un 20%, portando il valore delle azioni a 15,78 €

- citavamo inoltre nella comfort letter le risultanze delle analisi effettuate dall'analista di Banca IMI, Dott. Luca Bacocoli in merito ai risultati 2013 della SAT, nelle quali si fissa in 18,90 € ad azione il target price per il titolo SAT.

Pertanto sulla base della forbice di prezzo individuata nella nostra precedente relazione, oscillante da un minimo di **15,78 €** ad azione, ad un massimo di **18,49 €** riteniamo che il rilancio proposto dall'offerente fino a **14,22 €** azione non sia ancora sufficiente a far ritenere congrua tale offerta.

Pisa, 28 maggio 2014

Moore**s** Rowland Bompani S.r.l.  
Dott. Simone Sartini  
(Partner)

