



Atlantia SpA

Determinazione del valore delle azioni Abertis Infraestructuras SA oggetto di potenziale conferimento nell'ambito di un aumento di capitale ai sensi dell'articolo 2343-ter, secondo comma, lettera b) del Codice Civile

12 Luglio 2017

PricewaterhouseCoopers Advisory SpA

Sede legale: Milano 20149 Via Monte Rosa 91 Tel. 02667201 Fax 0266720501 Cap. Soc. Euro 7.700.000,00 i.v. - C.F. e P.IVA e Iscrizione al Reg. Imp.Milano n° 03230150967 – Altri Uffici: **Bari** 70122 Via Abate Gimma 72 Tel. 0805640311 Fax 0805640349 - **Bologna** 40126 Via Angelo Finelli 8 Tel. 0516186211 - **Cagliari** 09125 Viale Diaz 29 Tel. 0706848774 - **Firenze** 50121 Viale Gramsci 15 Tel. 0552482811 Fax 0552482899 - **Genova** 16121 Piazza Piccapietra 9 Tel. 01029041 - **Napoli** 80121 Via dei Mille 16 Tel. 08136181 - **Padova** 35138 Via Vicenza 4 Tel. 049873431 Fax 0498734399 - **Palermo** 90141 Via Marchese Ugo 60 Tel. 0916256313 Fax 0917829221 - **Parma** 43121 Viale Tanara 20/A Tel. 0521275911 Fax 0521 781844 - **Roma** 00154 Largo Fochetti 28 Tel. 06570831 Fax 06570832536 - **Torino** 10122 Corso Palestro 10 Tel. 0115773211 Fax 0115773299 - **Trento** 38121 Viale della Costituzione 33 Tel. 0461237004 Fax 0461239077 - **Treviso** 31100 Viale Felisasant 90 Tel. 0422315711 Fax 0422315798 -**Trieste** 34125 Via Cesare Battisti 18 Tel. 0403480781 Fax 040364737 - **Verona** 37135 Via Francia 21/C Tel. 0458263001

Sommario

1 . Introduzione	3
1.1 Oggetto dell'analisi e termini dell'incarico	3
1.2 Il contesto normativo dell'Icarico	4
1.3 Data di riferimento	4
1.4 Documentazione e fonti utilizzate	4
1.5 Ipotesi e limitazioni	5
1.6 Lavoro svolto	6
1.7 Restrizioni all'uso della presente Relazione	6
<hr/>	
2 . Profilo del Gruppo Abertis Infraestructuras	7
2.1 Introduzione	7
2.2 Business overview	7
<hr/>	
3 . Performance storiche economico-finanziarie	10
3.1 Introduzione	10
3.2 Conto Economico	10
3.2 Stato Patrimoniale	11
3.3 Risultati primo trimestre 2017	12
<hr/>	
4 . Presupposti metodologici	14
4.1 Introduzione	14
4.2 Metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow)	14
4.3 Metodo reddituale	15
4.4 Metodi patrimoniali	15
4.5 Metodo misto patrimoniale – reddituale	16
4.6 Metodo dei multipli	16
4.7 Metodo delle quotazioni di Borsa	18
<hr/>	
5 . Analisi svolte	19
5.1 La scelta dei metodi di valutazione	19
5.2 L'applicazione del metodo delle quotazioni di borsa	19
5.3 L'applicazione del metodo reddituale levered	21
<hr/>	
6 . Conclusioni	24

1 . Introduzione

1.1 Oggetto dell'analisi e termini dell'incarico

Atlantia SpA (di seguito “Atlantia”) è la società controllante del Gruppo Atlantia, player globale presente nel settore delle infrastrutture autostradali ed aeroportuali, con 5.000 km di autostrade a pedaggio in Italia, Brasile, Cile, India e Polonia e la gestione degli aeroporti di Fiumicino e Ciampino in Italia e i tre aeroporti di Nizza, Cannes-Mandelieu e Saint Tropez in Francia.

Atlantia, in data 15 maggio 2017 ha annunciato al mercato un’offerta pubblica di acquisto e/o scambio volontaria sulla totalità delle 990.381.308 azioni ordinarie emesse dalla società quotata spagnola Abertis Infraestructuras SA (“Abertis” o la “Società” o il “Gruppo”), che è regolata ai sensi della applicabile disciplina di cui al Real Decreto n. 1066/2007 (“Offerta”).

Tale offerta prevede un corrispettivo interamente in denaro pari a Euro 16,50 per ciascuna azione Abertis portata in adesione all’Offerta, con la possibilità per gli azionisti Abertis di optare, in tutto o in parte, per una “Parziale Alternativa in Azioni”, consistente in un corrispettivo in azioni Atlantia di nuova emissione aventi caratteristiche speciali (“Azioni Speciali”), sulla base di un rapporto di scambio di 0,697, determinato sulla base di un valore per azione di Atlantia pari a Euro 23,67.

Ai fini della Parziale Alternativa in Azioni è attualmente allo studio la proposta di aumento di capitale sociale (“Aumento di Capitale”), a pagamento e in via scindibile, da eseguirsi in una o più *tranches*, con esclusione del diritto di opzione, ai sensi dell’articolo 2441, comma 4, primo periodo, cod. civ., per massimi Euro 3.794.537.700, mediante emissione di massime n. 160.310.000 azioni di categoria speciale Atlantia di valore nominale pari a Euro 1,00.

L’Aumento di Capitale è finalizzato all’emissione delle Azioni Speciali Atlantia da offrire in alternativa, in tutto o in parte, al corrispettivo cash. Pertanto l’adesione all’Offerta da parte degli azionisti Abertis che optino per il corrispettivo stock implica il conferimento in natura di azioni ordinarie Abertis a fronte della sottoscrizione dell’Aumento di Capitale, che consegue all’adesione all’Offerta.

L’Aumento di Capitale si inserisce nel quadro di una operazione finalizzata ad acquisire, mediante l’Offerta, il controllo di Abertis (“Acquisizione”), dando così vita a un *leader* mondiale nel settore delle infrastrutture, dotato di una *leadership* stabile e indipendente, e rafforzare il profilo economico-finanziario dell’entità risultante ad esito dell’Offerta.

Il Consiglio di Amministrazione di Atlantia, ai sensi dell’art. 2343-ter, comma 2, lettera b), cod. civ., ha conferito a PricewaterhouseCoopers Advisory SpA (“PwC”) l’incarico di determinare il valore unitario delle azioni ordinarie Abertis oggetto di conferimento in natura nell’ambito dell’Aumento di Capitale. In questo contesto, la nostra assistenza professionale (“Servizi”) è stata volta ad elaborare una apposita relazione (“Relazione” o “Documento”).

L’Incarico è stato svolto facendo esclusivo riferimento a informazioni pubbliche, nonché ad incontri con il Management di Atlantia (“Management”).

Abbiamo discusso con il Management una bozza della presente Relazione e abbiamo, inoltre, ottenuto una conferma scritta che non siete a conoscenza di ulteriori elementi significativi per il nostro lavoro che non ci siano stati presentati e discussi.

1.2 Il contesto normativo dell’Incarico

In conformità al disposto dell’articolo 2343 ter del cod.civ., il valore di conferimento non deve essere superiore al valore risultante da una valutazione che provenga da un soggetto terzo indipendente, dotato di adeguata e comprovata professionalità, riferita ad una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento, e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione dei beni oggetto del conferimento. Chi conferisce beni o crediti ai sensi dell’articolo 2343 cod.civ. presenta la documentazione dalla quale risulta il valore attribuito ai conferimenti.

La finalità della redazione di una relazione di stima da parte di un esperto è quella di garantire che il patrimonio della società conferitaria non subisca un’alterazione con possibile danno per i creditori terzi della società, a causa di una sopravalutazione dei beni oggetto di conferimento. Ne consegue che il presente lavoro ha avuto come obiettivo l’individuazione, in base a criteri prudenziali, del valore delle azioni oggetto di possibile conferimento.

Tenuto conto delle finalità della presente Relazione, redatta nell’ambito delle previsioni dell’articolo 2343 ter del cod. civ., e avuta considerazione degli obiettivi perseguiti dal legislatore, la prudenza sopraindicata, relativamente alla definizione del valore nell’ambito dell’applicazione delle metodologie di valutazione utilizzate, appare motivata.

1.3 Data di riferimento

La data di riferimento delle analisi è il 13 aprile 2017, ultimo giorno di negoziazione antecedente alle prime notizie diffuse dai media e ai primi comunicati stampa emessi da parte di Abertis e Atlantia relativi all’Acquisizione. In ogni caso, abbiamo tenuto conto di eventi significativi portati alla nostra attenzione accaduti dopo tale data fino all’emissione della nostra Relazione finale.

1.4 Documentazione e fonti utilizzate

Ai fini della presente Relazione, le principali informazioni pubbliche utilizzate per lo svolgimento delle nostre analisi sono state le seguenti:

- presentazione dei risultati economico-finanziari al 31 marzo 2017 disponibili sul sito web della Società;
- Annual Report relativi agli esercizi 2014, 2015 e 2016, disponibili sul sito web della Società;
- bilanci consolidati relativi agli esercizi 2014, 2015 e 2016 disponibili sul sito web della Società;
- Relazione illustrativa degli Amministratori di Atlantia circa la proposta di aumento di capitale sociale a pagamento con esclusione del diritto di opzione;
- Brokers report e stime degli analisti finanziari relativi ad Abertis;

- estrazioni di dati finanziari da Financial Data Provider.

Sono stati infine utilizzati ulteriori documenti ed informazioni, di natura pubblica, necessari allo sviluppo del processo valutativo.

1.5 Ipotesi e limitazioni

La nostra analisi è stata sviluppata sulla base delle ipotesi e limitazioni di seguito riportate:

- lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento nella gestione e nell'attività di Atlantia né nelle decisioni aziendali in merito alla fattibilità o convenienza dell'Acquisizione a supporto della quale i Servizi sono svolti;
- il presente Documento è stato predisposto ad esclusivo beneficio di Atlantia in accordo con i termini della nostra lettera di incarico datata 1 giugno 2017 e non è destinato ad essere utilizzato per altri scopi. Pertanto non assumiamo alcuna responsabilità in relazione ad altri scopi o nei confronti di altri soggetti cui il Documento sia consegnato o che ne siano venuti in possesso in altro modo, salvo nei casi in cui sia stato espresso il nostro preventivo consenso per iscritto;
- per sua natura, l'analisi valutativa non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività;
- nel corso del lavoro sono state svolte alcune analisi di sensitività con riferimento ad alcuni parametri valutativi, oltre che agli esercizi valutativi in generale. Tali sensitività non rappresentano l'applicazione di metodologie valutative ma esclusivamente esercizi al fine di verificare l'impatto sui risultati al variare di alcuni parametri;
- le analisi di base sono state effettuate in ipotesi di continuità aziendale e *stand-alone*, senza tener conto di eventuali possibili sinergie e/o diseconomie derivanti dall'Acquisizione;
- Abertis è stata esaminata in condizioni normali di funzionamento, astraendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione, con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo pubblicamente conosciute alla data del Documento;
- l'analisi è basata su informazioni economiche e finanziarie aventi natura pubblica;
- le analisi si basano anche sul presupposto che Abertis raggiunga nelle prospettate tempistiche i risultati riflessi nelle proiezioni elaborate dagli analisti finanziari ("Dati Prospettici") coerentemente con le ipotesi sottostanti. I Dati Prospettici, essendo basati su ipotesi di eventi futuri ed azioni della Società, sono caratterizzati da connaturati elementi di soggettività ed incertezza e, in particolare, dal rischio che eventi preventivati ed azioni dai quali essi traggono origine possano non verificarsi ovvero possano verificarsi in misura e in tempi diversi da quelli prospettati, mentre potrebbero verificarsi eventi ed azioni non prevedibili al tempo

della loro preparazione. Pertanto gli scostamenti tra valori consuntivi e valori preventivati potrebbero essere significativi.

- i Servizi non prevedono lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuiti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, non esprimiamo alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sui bilanci di Atlantia e di Abertis o su qualsiasi altra informazione finanziaria, incluse le informazioni finanziarie prospettive, e sui controlli operativi o interni delle due società.
- i Servizi non comprendono assistenza e/o consulenza di natura legale e/o fiscale, con la conseguenza che non assumiamo alcuna responsabilità riguardante aspetti legali e/o fiscali o di interpretazione contrattuale relativi all'Acquisizione.

1.6 Lavoro svolto

Nell'ambito dell'incarico conferitoci abbiamo svolto, *inter alia*, le attività di seguito riportate:

- analisi dei dati storici e prospettici di Abertis;
- individuazione delle metodologie di valutazione da applicare nella fattispecie: queste ultime sono state individuate sulla base della finalità del nostro incarico, delle informazioni effettivamente disponibili e del macro-settore di attività in cui opera la Società;
- applicazione delle metodologie di valutazione: in particolare, l'applicazione delle metodologie individuate ha richiesto altresì lo svolgimento di una serie di attività finalizzate alla identificazione di appropriati parametri valutativi;
- sulla base delle considerazioni emergenti dall'attività svolta e in funzione delle analisi effettuate abbiamo, infine, individuato il valore attribuibile alle azioni della Società.

1.7 Restrizioni all'uso della presente Relazione

La presente Relazione non potrà essere utilizzata per finalità diverse da quelle indicate nel paragrafo denominato “1.1 Oggetto dell'analisi e termini dell'incarico” del presente capitolo.

2 . Profilo del Gruppo Abertis Infraestructuras

2.1 Introduzione

Abertis nasce nell'aprile del 2003 dalla fusione tra due operatori spagnoli del settore delle autostrade (*toll-roads*): il Gruppo Acesa Infraestructuras ed il Gruppo Aumar.

Dalla sua origine, il Gruppo Abertis ha perseguito una strategia di crescita anche per linee esterne, tramite acquisizione di concessioni in paesi come Francia, Cile e Brasile, che ha condotto la Società ad essere uno dei maggiori player mondiali a livello di gestione delle infrastrutture autostradali.

Il Gruppo Abertis è tuttora focalizzato sul settore delle autostrade, che rappresentano ancora la sua più importante area di business, ma ha, inoltre, effettuato investimenti nel settore delle Telecomunicazioni.

La Società è basata a Barcellona ed è quotata sulla Borsa di Madrid, Barcellona, Bilbao e Valencia.

Sulla base delle più recenti informazioni desumibili dal sito Internet di Abertis, il maggior azionista della Società è Fundación Bancaria Caja de Ahorros y Pensiones de Barcelona (22,25%) mentre il resto del capitale è flottante.

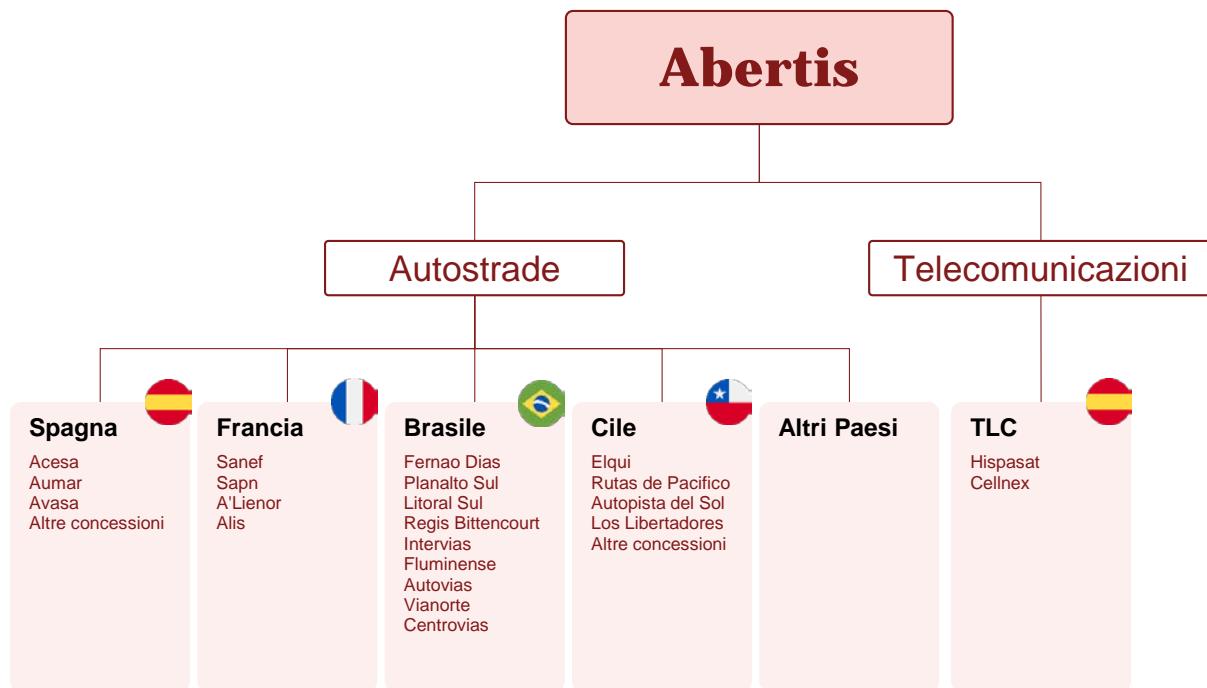
2.2 Business overview

Come accennato, Abertis è un gruppo multinazionale operante principalmente nel settore delle autostrade, che gestisce 33 concessioni per un totale di oltre 8.000 chilometri, offrendo altresì servizi ancillari connessi a tale attività. Abertis è inoltre operativo nell'ambito delle telecomunicazioni tramite le società Hispasat e Cellnex.

Il profilo internazionale di Abertis è determinato dalla sua presenza in 14 paesi in differenti continenti: Europa, Centro America, Sud America e Asia.

Nel 2016 più del 70% del fatturato consolidato di Gruppo è stato generato al di fuori della Spagna: Cile, Francia e Brasile rappresentano i mercati più rilevanti.

Nella pagina seguente viene presentata la struttura organizzativa del Gruppo, evidenziandone i settori di attività e le principali concessioni gestite suddivise per paese.



Fonte: elenco delle concessioni da sito web del Gruppo

Autotrade

L'attività di gestione delle strade a pedaggio rappresenta circa il 95% del fatturato generato dal Gruppo nel 2016.

Abertis è uno dei principali operatori nella gestione delle infrastrutture autostradali a livello mondiale, con una significativa presenza sia in Europa che in America Latina.

Europa

Il Gruppo è il primo operatore in Spagna ed uno dei più importanti in Francia con, rispettivamente, oltre 1.700 e più di 2.000 chilometri gestiti.

Abertis è, inoltre, presente in Italia, con la gestione di oltre 200 chilometri della A4, la più trafficata autostrada italiana, poiché, nel corso del 2016, ha acquisito la maggioranza della concessionaria A4 Holding SpA.

America Latina

Il Gruppo è uno dei principali operatori in Brasile attraverso diverse concessionarie, con un totale di chilometri gestiti superiore a 3.200.

Abertis gode, inoltre, di una significativa presenza in Cile, dove, tramite le proprie concessionarie, gestisce oltre 750 chilometri di strade a pedaggio.

La presenza del Gruppo in America Latina si completa con circa 300 chilometri gestiti in Argentina, Porto Rico e Colombia.

Telecomunicazioni

La controllata Hispasat è un operatore satellitare che distribuisce oltre 1.200 canali televisivi e radio principalmente in Spagna, Portogallo ed America Latina. La sua incidenza sul fatturato consolidato 2016 è nell'ordine del 5%.

Cellnex, società posseduta da Abertis al 34%, è un operatore di infrastrutture per telecomunicazioni wireless e per la radiodiffusione con un portafoglio totale di oltre 16.000 torri ed una posizione di leadership in Europa.

3 . **Performance storiche economico-finanziarie**

3.1 Introduzione

Vengono di seguito riportati con finalità illustrative il conto economico riclassificato e lo stato patrimoniale riclassificato di Abertis con riferimento agli esercizi chiusi dal 31 dicembre 2010 al 31 dicembre 2016.

3.2 Conto Economico

Si presentano nella sottostante tabella i risultati economici registrati dal Gruppo nel corso degli ultimi sette esercizi.

Milioni di Euro	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016
Ricavi	3.810	3.815	3.646	4.403	4.292	4.212	4.762
YoY Change	n.a.	0%	(4%)	21%	(3%)	(2%)	13%
Altri proventi operativi	90	85	57	156	850	645	837
Accantonamenti e rilasci	(8)	(12)	(8)	(4)	(16)	(7)	9
Costi operativi	(1.324)	(1.223)	(1.127)	(1.486)	(2.126)	(2.118)	(2.368)
EBITDA	2.567	2.666	2.567	3.068	3.000	2.732	3.240
% on revenues	67%	70%	70%	70%	70%	65%	68%
Ammortamenti	(923)	(935)	(970)	(1.137)	(1.250)	(1.176)	(1.295)
EBIT	1.644	1.731	1.598	1.931	1.750	1.557	1.946
% on revenues	43%	45%	44%	44%	41%	37%	41%
Interessi netti	(560)	(550)	(639)	(800)	(705)	(814)	(798)
Altri proventi e oneri finanziari	190	169	14	78	35	(48)	(7)
Altri proventi e oneri non operativi	(181)	(111)	(316)	52	(51)	(294)	125
Pretax Income Adjusted	1.093	1.239	657	1.262	1.028	401	1.266
% on revenues	29%	32%	18%	29%	24%	10%	27%
Elementi non ricorrenti	(160)	(214)	705	(237)	14	(1.622)	49
Pretax Income GAAP	933	1.025	1.362	1.024	1.042	(1.221)	1.315
% on revenues	24%	27%	37%	23%	24%	(29%)	28%
Imposte	(223)	(250)	(184)	(326)	(356)	2	(304)
Income from Continuing Operations	710	775	1.177	698	686	(1.219)	1.011
Risultato da Attività disponibili per la vendita	34	19	(94)	49	119	2.721	0
Risultato di periodo	743	795	1.083	747	805	1.502	1.011
Interessi di minoranza	(82)	(74)	(59)	(130)	(150)	378	(216)
Risultato di Gruppo	662	720	1.024	617	655	1.880	796
% on revenues	17%	19%	28%	14%	15%	45%	17%

Fonte: Bilanci consolidati e Financial Data Provider

Si evidenzia un significativo incremento del fatturato nel corso del 2016, pari ad un 13% rispetto al periodo precedente, mostrando segnali positivi dopo due esercizi.

Tale incremento è stato anche determinato da operazioni di finanza straordinaria relative a concessionarie in Cile, Spagna e Italia. A livello di fatturato *like for like* si segnala un aumento del 6%

rispetto all'anno precedente, legato, tra l'altro, ad una crescita del traffico registrata principalmente in Spagna, Francia e Cile, altresì connessa ad investimenti effettuati negli esercizi precedenti.

Per quanto riguarda la marginalità, l'EBITDA aumenta nell'ultimo periodo di circa il 20%, raggiungendo un livello nell'ordine del 70%, simile a quello registrato storicamente. La crescita dell'EBITDA *like for like*, quindi al netto delle acquisizioni, è del 9%.

A trainare la crescita della marginalità è anche l'impatto di iniziative di efficientamento operativo poste in essere in esercizi precedenti. La Società operando nel mondo delle infrastrutture, ha una struttura di costo tendenzialmente rigida, di conseguenza ogni incremento dei ricavi contribuisce ad una migliore copertura dei costi fissi e, conseguentemente, ad incrementare la marginalità.

Per quanto riguarda il segmento Telecomunicazioni, l'esercizio 2016 presenta ricavi pari a Euro 226m in crescita del 6% circa rispetto al 2015 ed un EBITDA di Euro 175m, con una marginalità prossima al 78%.

Per quanto concerne la gestione finanziaria emerge che il Gruppo sia riuscito da un lato ad ottenere condizioni più favorevoli in termini di onerosità del debito e dall'altro ad estendere la durata media dei finanziamenti, sostanzialmente ottimizzando la propria struttura finanziaria.

3.2 Stato Patrimoniale

La tabella seguente mostra lo stato patrimoniale riclassificato di Abertis lungo l'arco temporale 2010–2016.

Milioni di Euro	FY 2010	FY 2011	FY 2012	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016
Immobilizzazioni Materiali	1.881	1.742	1.798	1.877	1.976	1.375	1.603
Immobilizzazioni Immateriali	16.948	15.480	19.292	16.809	17.585	16.208	20.903
Attivo fisso	18.828	17.222	21.090	18.687	19.561	17.583	22.506
Attività correnti	1.596	955	1.423	1.632	1.721	1.403	1.869
Passività correnti	(1.165)	(922)	(1.553)	(1.330)	(1.527)	(1.354)	(1.772)
Capitale Circolante Netto	431	33	(130)	302	193	49	97
Altre attività a lungo termine	4.386	4.181	4.192	4.408	4.216	4.531	4.281
Altre passività a lungo termine	(3.298)	(2.866)	(3.711)	(3.549)	(3.825)	(3.929)	(4.865)
Attività e passività a lungo termine	1.088	1.315	481	859	391	602	(584)
Capitale Investito Netto	20.347	18.570	21.441	19.848	20.145	18.234	22.020
Patrimonio Netto di Gruppo	4.020	3.064	3.840	3.518	3.148	3.261	3.576
Minoranze	1.433	1.351	3.121	3.044	2.845	2.088	3.324
Patrimonio Netto	5.453	4.416	6.961	6.562	5.993	5.349	6.901
Debiti finanziari a breve termine	1.128	1.083	1.372	1.747	1.668	1.784	1.955
Debiti finanziari a lungo termine	14.248	13.462	15.491	14.582	14.726	13.324	15.693
Disponibilità liquide	(482)	(391)	(2.382)	(3.043)	(2.242)	(2.222)	(2.529)
Posizione Finanziaria Netta	14.894	14.155	14.480	13.286	14.152	12.885	15.119
Fonti di Finanziamento	20.347	18.570	21.441	19.848	20.145	18.234	22.020

Fonte: Bilanci consolidati e Financial Data Provider

Le immobilizzazioni materiali si incrementano nel corso del 2016 principalmente per via dell'acquisto di alcuni satelliti da parte di Hispasat.

La crescita delle immobilizzazioni immateriali è legata, oltre che alle acquisizioni di Autopista Central in Cile e A4 Holding in Italia, ad investimenti effettuati nel 2016 dalle controllate Sanef e Arteris, rispettivamente in Francia e in Brasile, che permetteranno l'espansione delle reti autostradali gestite.

Il capitale circolante netto si è storicamente mantenuto su livelli piuttosto contenuti. Attività e passività a lungo termine tendono a compensarsi ed il loro saldo rappresenta un ammontare limitato rispetto al capitale investito netto nel suo complesso.

A livello di patrimonio netto, anche a seguito delle crescita per linee esterne che si è concretizzata nei recenti esercizi, la quota di pertinenza delle minoranze risulta in crescita. Tali operazioni straordinarie hanno altresì influito sulle dinamiche della posizione finanziaria netta nel corso del 2016.

3.3 Risultati primo trimestre 2017

La tabella seguente mostra il conto economico riclassificato di Abertis relativo al primo trimestre 2017, inclusivo dei dati comparativi del medesimo trimestre 2016.

Milioni di Euro	1Q 2016	1Q 2017
Ricavi	1.082	1.281
YoY Change	n.a.	18%
Costi operativi	(368)	(474)
EBITDA	714	807
% on revenues	66%	63%
EBIT	415	438
% on revenues	38%	34%
Utile prima delle imposte	496	251
% on revenues	46%	20%
Risultato di Gruppo	385	130
% on revenues	36%	10%

Fonte: Relazione trimestrale e Financial Data Provider

La crescita dei ricavi risulta essere determinata da un incremento delle tariffe, in diversi casi superiore all'inflazione del paese di riferimento, e da una generalizzata evoluzione positiva del traffico, in special modo in Francia e Spagna. Inoltre, è da tenere in considerazione l'impatto legato all'acquisizione di A4 Holding in Italia, acquisita nella seconda parte del precedente esercizio e dunque non presente nel primo trimestre del precedente trimestre. A parità di perimetro, la crescita dei ricavi sarebbe stata in un intorno del 5%.

I costi operativi sono aumentati a fronte della crescita per linee esterne perseguita da Abertis e per via del venir meno di misure di incentivazione relative ad alcune concessioni spagnole: a livello complessivo, i costi operativi sono aumentati in maniera più che proporzionale rispetto ai ricavi, conducendo ad una riduzione del margine EBITDA in termini percentuali, a fronte di un aumento del suo valore assoluto. Tuttavia, considerando la performance a parità di condizioni rispetto al 2016, si osserva una contrazione dei costi operativi del 2% circa.

Per quanto riguarda le attività del settore Telecomunicazioni, si rileva un fatturato che si attesta a EUR 57m nel primo trimestre 2017, con una crescita inferiore all'1% rispetto al medesimo periodo dell'esercizio 2016. A livello di EBITDA, grazie ad efficienze operative, la crescita è stata superiore al 3% con un risultato che ha raggiunto Euro 47 milioni.

La tabella seguente mostra lo stato patrimoniale riclassificato di Abertis relativo al primo trimestre 2017, inclusivo dei dati comparativi del dicembre 2016.

Milioni di Euro	FY 2016	Q1 2017
Attivo fisso	22.506	22.682
Capitale Circolante Netto	97	(414)
Attività e passività a lungo termine	(584)	(1.044)
Capitale Investito Netto	22.020	21.224
Patrimonio Netto	6.901	6.229
Posizione Finanziaria Netta	15.119	14.995
Fonti di Finanziamento	22.020	21.224

Fonte: Relazione trimestrale e Financial Data Provider

Non si rilevano significative differenze a livello di capitale investito rispetto alla situazione patrimoniale al 31 dicembre 2016. Tuttavia si segnala che nel corso del trimestre sono state acquisite alcune attività in India e alcune quote di minoranza di controllate francesi.

Per quanto riguarda la posizione finanziaria netta, emergono dei valori sostanzialmente allineati: i flussi di cassa positivi originati dalla gestione caratteristica nel corso del periodo e il beneficio legato all'incasso di alcuni crediti fiscali, connessi ad un'operazione straordinaria finalizzata alla quotazione di Cellnex, tendono a compensare gli effetti legati alle operazioni straordinarie.

4 . **Presupposti metodologici**

4.1 Introduzione

I metodi di stima del capitale economico delle aziende si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie basate su:

- il ritorno finanziario atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è attualmente in grado di generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione (metodo dei flussi di cassa attualizzati o DCF - Discounted Cash Flow);
- i redditi che l'investimento è attualmente in grado di generare nel futuro (metodo reddituale);
- il valore patrimoniale corrente (metodo patrimoniale);
- l'unione dei principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale - reddituale e metodo dell'Economic Profit);
- l'analisi comparativa di società e transazioni paragonabili (metodo dei multipli);
- l'analisi dei corsi di Borsa in caso di società quotata (metodo delle quotazioni di Borsa).

Riportiamo nelle pagine seguenti la descrizione dei metodi sopra citati.

4.2 **Metodo dei flussi di cassa attualizzati (Discounted Cash Flow)**

Il metodo dei flussi di cassa attualizzati si ispira al concetto generale che il valore di un'azienda sia pari al valore attualizzato dei due seguenti elementi:

- flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro l'orizzonte di previsione;
- *terminal value*, cioè il valore del complesso aziendale derivante dal periodo al di là dell'orizzonte di previsione esplicita.

Nell'approccio che considerano i flussi operativi (approccio unlevered), al fine di ottenere il valore economico del capitale investito operativo ("Enterprise Value"), i flussi di cassa utilizzati sono i Free Cash Flow operativi (FCFO), i quali vengono scontati al WACC ("Weighted Average Cost of Capital").

Il valore così ottenuto viene rettificato della posizione finanziaria netta alla data di riferimento della valutazione e dell'ammontare del valore delle eventuali attività e passività non operative ("Surplus Assets / Liabilities") ottenendo così il valore del capitale economico ("Equity Value").

Il costo medio ponderato del capitale (Weighted Average Cost of Capital – WACC) è determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e del costo del capitale di terzi, al netto degli effetti fiscali.

Il costo del capitale proprio (Ke) rappresenta il rendimento che ci si aspetta, in condizioni non influenzate da fenomeni contingenti, dal settore di appartenenza dell'azienda ed è calcolato utilizzando il Capital Asset Pricing Model.

L'utilizzo di questa metodologia presuppone la stima del costo del capitale proprio tenendo conto del tasso privo di rischio, pari al rendimento offerto nel medio-lungo termine da investimenti quali i titoli di Stato, del premio per il rischio di mercato, espressivo del rendimento richiesto da un investitore avverso al rischio per un investimento azionario, ed il Beta, che esprime il rischio che caratterizzante la particolare impresa rispetto al mercato finanziario.

Il costo del debito finanziario (Kd) è il tasso di interesse al quale si ipotizza l'azienda possa finanziarsi. Questo tasso è solitamente stimato facendo riferimento a tassi di mercato, considerando uno spread per riflettere il potere contrattuale delle società nei confronti dei fornitori di capitale di debito. Il costo del debito deve essere considerato al netto dell'aliquota d'imposta "t", al fine di tenere conto del risparmio fiscale generato dalla deducibilità degli oneri finanziari.

4.3 Metodo reddituale

Il valore di un'azienda, secondo il metodo reddituale, deriva unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. Per determinare il reddito atteso, si tratta di definire una funzione di capitalizzazione, nel senso che la determinazione del valore attribuibile al capitale economico dell'impresa (Equity Value) si suppone, per ipotesi, formata dalla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa.

Nell'ambito della determinazione del *terminal value*, il tasso utilizzato per capitalizzare il reddito normale atteso, è il costo del capitale proprio (Cost of Equity o Ke) al netto del tasso di crescita di lungo periodo. Per maggiori dettagli con riferimento al calcolo del tasso di capitalizzazione si faccia riferimento al paragrafo denominato "Il metodo dei flussi di cassa attualizzati" del presente capitolo.

4.4 Metodi patrimoniali

Il metodo patrimoniale semplice

Il metodo patrimoniale semplice si fonda sul principio dell'espressione, a valori correnti, dei singoli elementi attivi che compongono il capitale dell'azienda e dell'aggiornamento degli elementi passivi.

Il metodo patrimoniale assume, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Nel patrimonio netto viene incluso anche l'utile dell'esercizio, con esclusione di solito degli importi per i quali è già stata decisa la distribuzione ai soci.

Al patrimonio netto contabile di cui sopra vengono apportate le seguenti rettifiche:

- rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili;
- rettifiche necessarie per recepire la plusvalenza emergente su specifiche poste dell'attivo.

Il metodo patrimoniale complesso

Il metodo patrimoniale complesso si basa sul presupposto che i beni intangibili quali la tecnologia, l'addestramento, le capacità del personale, i marchi, il portafoglio prodotti, la clientela abbiano spesso un peso decisivo nel determinare il reale valore complessivo dell'impresa.

I suddetti elementi immateriali sono sovente fenomeni che in parte si sovrappongono e quindi è più agevole comprenderli in un unico valore. Il presupposto necessario ed ineliminabile per attribuire un valore a tali beni intangibili è la capacità reddituale dell'impresa.

Al patrimonio netto contabile, rettificato come nel caso dell'applicazione del metodo patrimoniale semplice, viene sommato il valore attribuibile ai beni immateriali individuati.

4.5 Metodo misto patrimoniale – reddituale

Un metodo diffuso di stima per aziende (soprattutto industriali) è il metodo misto patrimoniale - reddituale. Sua caratteristica essenziale è la ricerca di un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il metodo in questione è idoneo a identificare, attraverso una stima autonoma, il goodwill. Questo procedimento gode, anche a livello internazionale, di ampio credito.

Tale metodologia, nella versione cosiddetta *asset side*, si richiama alla teoria dell'Economic Value Added (EVA) e si basa sul presupposto che il goodwill individuato corrisponda, sostanzialmente, all'EVA.

4.6 Metodo dei multipli

Multipli di Borsa

Il metodo dei multipli, nella sua variante dei multipli di mercato, si fonda sull'analisi delle quotazioni borsistiche riferite ad un campione selezionato di società operanti nel settore di riferimento (società quotate comparabili) e sulla successiva applicazione dei multipli, evidenziati da tale analisi, alle corrispondenti grandezze della società oggetto di valutazione.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la capitalizzazione di Borsa delle società comparabili e le grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative ad esse relative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti:

- **Identificazione delle società comparabili**: l'appropriata selezione del campione di società comparabili rappresenta uno dei passi principali alla base di tale metodologia. La significatività dei risultati è strettamente dipendente dall'omogeneità del campione. Nella selezione delle società comparabili si è soliti tener conto di vari fattori, tra i quali, il settore di riferimento, il rischio dell'attività, la dimensione della società, la diversificazione geografica, la redditività, l'attendibilità dei dati finanziari e l'intensità di scambio dei titoli nel mercato azionario.
- **Definizione dell'intervallo temporale di riferimento**: la determinazione dell'intervallo temporale di riferimento ha solitamente il fine di neutralizzare eventi di carattere eccezionale, fluttuazioni di breve periodo e tensioni speculative; nel contempo, ha il compito di riflettere le informazioni rese disponibili al mercato. Questa fase implica, in particolare, la scelta fra l'utilizzo di una media relativa ad un determinato intervallo temporale e l'applicazione di un valore puntuale.
- **Determinazione dei multipli ritenuti più significativi**: sussistono numerosi rapporti che possono essere utilizzati per l'applicazione del criterio dei multipli di mercato. La scelta dei multipli più significativi avviene solitamente sulla base delle caratteristiche del settore e del campione in esame.
- **Applicazione dei multipli alle società in esame**: i multipli ottenuti dall'analisi del campione di confronto sono applicati alle corrispettive grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie della società oggetto di valutazione.

Multipli delle transazioni

Il metodo valutativo delle transazioni comparabili si fonda sui cosiddetti “deal multiples”, ossia i prezzi espressivi di valori negoziati nell'ambito di transazioni aventi ad oggetto quote di capitale di imprese comparabili.

Tali transazioni possono incorporare il riconoscimento di un premio legato:

- ai benefici ottenibili in termini di sinergie realizzabili dall'operazione;
- all'eventuale acquisizione del controllo, di un'influenza dominante o di quote rilevanti;
- alla valenza strategica dell'operazione per le parti coinvolte.

I multipli sono ottenuti quale rapporto tra la valorizzazione delle società comparabili e le relative grandezze reddituali, patrimoniali e finanziarie ritenute significative.

Lo schema di applicazione di tale approccio di valutazione si articola nei seguenti punti:

- Identificazione di un gruppo di transazioni riguardanti società comparabili;

- Definizione dei moltiplicatori sulla base delle informazioni disponibili;
- Calcolo dei multipli medi delle società facenti parte del gruppo selezionato;
- Applicazione dei multipli di settore alla società oggetto di valutazione.

4.7 Metodo delle quotazioni di Borsa

Il Metodo delle Quotazioni di Borsa consiste nel riconoscere alle azioni di una società un valore pari a quello attribuitogli dal mercato borsistico nel quale tali azioni sono negoziate.

Secondo tale metodo, i corsi di Borsa di titoli azionari liquidi di società quotate in mercati efficienti rappresentano un indicatore affidabile del valore di una società, in quanto tendono a riflettere tutte le informazioni pubbliche relative alla società stessa. Il livello delle quotazioni esprime il risultato di un sistematico processo di negoziazione degli operatori di mercato che riflette la loro visione in merito ai profili di redditività, solidità patrimoniale, rischiosità e crescita prospettica della società oggetto di valutazione.

In tale ambito, i corsi azionari di una società si ritengono significativi quando i mercati di riferimento sono caratterizzati da un alto livello di efficienza, la liquidità dei titoli è elevata e quando l'arco temporale di riferimento è tale da neutralizzare possibili eventi di carattere eccezionale che generano fluttuazioni di breve periodo o tensioni speculative.

Tutto ciò premesso, occorre in ogni caso tener conto del fatto che i prezzi di borsa esprimono di norma una valorizzazione delle azioni relative a pacchetti di minoranza piuttosto che di controllo.

5 . **Analisi svolte**

5.1 La scelta dei metodi di valutazione

La scelta delle metodologie per esprimere il valore delle azioni della Società è stata effettuata considerando la finalità dell’Incarico, la natura dell’attività di Abertis nonché le informazioni effettivamente disponibili.

Nella fattispecie, le analisi sono state sviluppate esclusivamente sulla base di informativa di natura pubblica. Sono stati tenuti in considerazione i risultati raggiunti storicamente a livello economico e patrimoniale della Società, le previsione elaborate dagli analisti finanziari sulla futura performance di Abertis, nonché le quotazioni di borsa. Sulla base di tali informazioni, nello sviluppo delle nostre analisi, si è ritenuto opportuno utilizzare una pluralità di criteri.

In particolare sono stati considerati il metodo delle quotazioni di borsa come metodologia principale, dato che i prezzi di un titolo quotato tendono a riflettere tutta l’informativa pubblica disponibile, e il metodo reddituale nella sua versione *levered*, come metodologia di controllo.

L’applicazione delle metodologie selezionate è riportata nei paragrafi successivi.

5.2 L’applicazione del metodo delle quotazioni di borsa

Ai fini dell’applicazione del metodo delle quotazioni di borsa, il processo di valutazione è stato strutturato nelle seguenti fasi:

- analisi delle quotazioni del titolo Abertis nei sei mesi precedenti il 13 aprile 2017, poiché successivamente a tale data le tensioni speculative legate ai *rumours* di borsa riferiti ad una possibile operazione di finanza straordinaria potrebbero aver condizionato l’andamento del titolo;
- calcolo delle medie aritmetiche semplici basate sui prezzi ufficiali di borsa del titolo della Società, facendo riferimento a diversi intervalli temporali;
- considerate le peculiarità dell’Acquisizione, analisi dei premi pagati in transazioni similari a livello borsistico, focalizzandosi sul medesimo settore di attività di Abertis;
- data l’Operazione sottostante, applicazione di un premio di controllo alle risultanze dei calcoli delle medie dei corsi di borsa, al fine di tenere in considerazione che tali prezzi esprimono una valorizzazione delle azioni relative a pacchetti di minoranza.

Il grafico sottostante riporta il prezzo ufficiale di chiusura delle azioni Abertis tra gennaio e luglio 2017.



Fonte: Financial Data Provider

La tabella seguente illustra il livello dei prezzi di borsa di Abertis al 13 aprile 2017, nonché le medie a tale data assumendo diversi orizzonti temporali di riferimento, data l'esigenza di mitigare eventuali fluttuazioni di breve periodo, che comunemente caratterizzano i trend mercati finanziari.

Euro per azione	Prezzi di Borsa
Media 6 mesi	13,3
Media 3 mesi	13,8
Media 1 mese	14,7
Media 1 settimana	15,2
Chiusura 13/04/2017	15,3

Fonte: Analisi PwC e Financial Data Provider

La tabella seguente illustra i premi pagati in alcune transazioni aventi ad oggetto il controllo di società quotate operanti nel settore di Abertis. Tali premi sono stati considerati esaminando diversi orizzonti temporali di riferimento, in coerenza con l'analisi sul titolo Abertis.

	Premio 1 sett.	Premio 1 mese	Premio 3 mesi	Premio 6 mesi
Media	25,4%	26,6%	27,7%	28,5%
Mediana	25,5%	26,1%	27,7%	29,5%
Media senza estremi	25,3%	26,3%	28,2%	29,2%

Fonte: Analisi PwC e Financial Data Provider

L'applicazione dei premi sopra indicati alle medie dei corsi di borsa del titolo Abertis evidenzia dei valori per azione almeno pari ad Euro 16,5.

5.3 L'applicazione del metodo reddituale levered

Nell'ambito della verifica della ragionevolezza dei risultati ottenuti con il metodo delle quotazioni di borsa, si è scelto di applicare la metodologia reddituale nella sua configurazione *levered*.

Ai fini dell'applicazione del metodo in parola, il processo di valutazione è stato strutturato nelle seguenti fasi:

- analisi dei risultati prospettici del Gruppo Abertis a partire dalle stime elaborate dagli analisti finanziari e dai dati inclusi nella relazione trimestrale al 31 marzo 2017;
- stima del tasso di attualizzazione da applicare ai redditi di gruppo prospettici, ossia il costo del capitale proprio levered (KeL);
- definizione del Terminal Value a partire dalle stime elaborate dagli analisti finanziari;
- stima dell'Equity Value.

I risultati prospettici del Gruppo Abertis sono stati definiti in funzione delle stime degli analisti limitate al triennio 2017-2019, poiché previsioni eccedenti tale arco temporale sono state elaborate solamente da un numero esiguo di operatori e dunque sono state ritenute meno attendibili.

	Estimates				Numero di analisti		
	2016	2017	2018	2019	2017	2018	2019
Dati economici							
Revenue	4.762	5.628	5.889	6.015	22	22	20
YoY Change	n.a.	18%	5%	2%			
EBITDA	3.240	3.655	3.879	4.049	21	21	18
% on revenues	68%	65%	66%	67%			
EBIT	1.946	2.225	2.408	2.569	21	21	18
% on revenues	41%	40%	41%	43%			
Risultato prima delle imposte	1.315	1.443	1.628	1.815	20	20	18
% on revenues	28%	26%	28%	30%			
Risultato di Gruppo	796	924	1.064	1.195	18	18	16
% on revenues	17%	16%	18%	20%			
Risultato normalizzato	793	909	1.062	1.187	19	20	18
% on revenues	17%	16%	18%	20%			
Dati patrimoniali							
CAPEX	1.132	1.752	1.035	908	15	15	14
Net Debt	15.119	15.979	15.316	14.615	20	20	19

Fonte: Financial Data Provider

Il calcolo del tasso di attualizzazione KeL è stato effettuato attraverso i seguenti passaggi:

- individuazione di un campione di società comparabili quotate;

- raccolta dei parametri valutativi presso fonti terze, principalmente Financial Data Provider.

Il KeL è stato stimato utilizzando quale base di calcolo il *Capital Asset Pricing Model*, metodo ampiamente adottato nella prassi valutativa e supportato dalla Dottrina.

In particolare, i principali parametri utilizzati sono riassunti di seguito:

- **Risk Free Rate**: stimato sulla base del rendimento di bond governativi decennali di Spagna, Francia, Brasile e Cile, i principali mercati dove Abertis opera (c.3%);
- **Market Risk Premium**: definito tenendo tra l'altro in considerazione le specificità dei mercati sopra menzionati e analisi sui rendimenti borsistici (c.6%);
- **Beta Levered**: è stato calcolato in funzione dei coefficienti beta e delle strutture finanziarie derivanti da un campione di società attive nel mercato delle concessioni autostradali, quali EcoRodovias Infraestrutura e Logistica SA, CCR SA, Società Iniziative Autostradali e Servizi SpA, Vinci SA, Atlantia SpA, nonché la stessa Abertis (0,75).

Sulla base dei parametri elencati, si è ottenuto un costo del capitale proprio KeL pari a 7,4%.

Con specifico riferimento all'esercizio 2017 sono stati considerati solamente nove mesi, che sono stati definiti sottraendo i risultati consuntivati nel primo trimestre dalle stime annuali elaborate dagli analisti finanziari. A tal proposito si fa presente che il 31 marzo 2017 rappresenta una data prossima al riferimento convenzionale usato per le analisi relative alle quotazioni di Borsa.

Milioni di Euro	Stime 2017	Stime 2018	Stime 2019
Redditi normalizzati degli Analisti	909	1.062	1.187
Redditi consuntivati Q1 2017	(130)	-	-
Redditi di riferimento	779	1.062	1.187
Ke levered	7,4%		
Periodi di sconto	0,38	1,25	2,25
Discount factor	0,97	0,92	0,85
Flussi di reddito scontati	759	971	1.012
Sommatoria dei redditi scontati	2.742		

Fonte: Analisi PwC

Nel contesto del calcolo del Terminal Value, coerentemente con l'attuale configurazione del Gruppo, si è scelto di fare riferimento alle stime degli analisti finanziari relative all'intervallo temporale 2017/2019, proiettando per un periodo di tempo limitato il risultato previsto al termine del periodo di previsione.

Il tasso di crescita dei risultati attesi oltre l'esercizio 2019 è stato assunto pari a 2,5%, considerando i livelli di inflazione previsti per i principali mercati sia europei che sudamericani dove Abertis opera,

nonché un tasso di sviluppo del business, lungo un arco temporale determinato in funzione della durata residua media delle concessioni al 2017, così come definita dal management di Abertis.

Milioni di Euro	TV
Tasso di crescita di lungo periodo	2,5%
Durata media delle concessioni dal 2017	22
Terminal Value non attualizzato	14.658
Terminal Value	12.493

Fonte: Analisi PwC

Sommando il Terminal Value attualizzato ai redditi attesi attualizzati relativi all'arco temporale 2017/2019, si perviene alla determinazione dell'Equity Value della Società, che è riportato nella tabella seguente.

Milioni di Euro	Equity value
Valore dei flussi di reddito	2.742
Terminal Value	12.493
Equity value	15.235

Fonte: Analisi PwC

Tenuto conto del numero delle azioni di Abertis, al netto delle azioni proprie, anche il metodo reddituale, nella sua variante *levered*, conduce a dei valori per azione almeno pari a Euro 16,5.

6 . Conclusioni

Sulla base del lavoro da noi svolto, illustrato nel Documento, riteniamo che il valore unitario delle azioni Abertis oggetto di conferimento nell'ambito dell'Aumento di Capitale sia almeno pari a Euro 16,5, valore unitario ad esse attribuito dal Consiglio di Amministrazione di Atlantia in tale contesto.

Le nostre conclusioni devono essere lette ed interpretate nell'ambito delle finalità per le quali il Documento è stato predisposto ed alla luce delle ipotesi e delle limitazioni ivi descritte.

PricewaterhouseCoopers Advisory SpA



Fabrizio Cigliese
(Partner)



Riccardo Maria Togni
(Partner)