

ATLANTIA S.p.A.



**DOCUMENTO INFORMATIVO RELATIVO AD OPERAZIONI DI MAGGIORE RILEVANZA CON  
PARTI CORRELATE**

*(Redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010,  
come successivamente modificato e integrato)*

**ACCETTAZIONE DELL'OFFERTA VINCOLANTE PRESENTATA DA EDIZIONE S.R.L. RELATIVA**

**ALL'ACQUISTO DELLA PARTECIPAZIONE DETENUTA DA ABERTIS INFRAESTRUCTURAS S.A.**

**IN CELLNEX TELECOM S.A.**

*Il presente Documento Informativo è a disposizione del pubblico presso la sede sociale, in Roma, Via Antonio Nibby n. 20, e sul sito internet ([www.atlantia.it](http://www.atlantia.it)) di Atlantia S.p.A. nonché sul meccanismo di stoccaggio autorizzato 1Info ([www.1Info.it](http://www.1Info.it)).*

*Data di pubblicazione – 30 marzo 2018*

## INDICE

1	AVVERTENZE .....	6
1.1	RISCHI CONNESSI AI POTENZIALI CONFLITTI DI INTERESSE DERIVANTI DALLE OPERAZIONI CON PARTI CORRELATE.....	6
2	INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE .....	8
2.1	DESCRIZIONE DELLE CARATTERISTICHE, MODALITÀ, TERMINI E CONDIZIONI DELL'OPERAZIONE .....	8
2.2	INDICAZIONE DELLE PARTI CORRELATE CON CUI L'OPERAZIONE È POSTA IN ESSERE, DELLA NATURA DELLA CORRELAZIONE E DELLA NATURA E DELLA PORTATA DEGLI INTERESSI DI TALI PARTI NELL'OPERAZIONE .....	10
2.3	INDICAZIONE DELLE MOTIVAZIONI E DELLA CONVENIENZA DELL'OPERAZIONE PER ATLANTIA .....	10
2.4	MODALITÀ DI DETERMINAZIONE DEL CORRISPETTIVO E VALUTAZIONI CIRCA LA SUA CONGRUITÀ.....	11
2.5	EFFETTI ECONOMICI, PATRIMONIALI E FINANZIARI DELL'OPERAZIONE, FORNENDO GLI INDICI DI RILEVANZA APPLICABILI.....	19
2.6	INCIDENZA DELL'OPERAZIONE SUI COMPENSI DEI COMPONENTI DEGLI ORGANI DI AMMINISTRAZIONE DI ATLANTIA E/O DI SOCIETÀ DA QUEST'ULTIMA CONTROLLATE .....	21
2.7	EVENTUALI COMPONENTI DEGLI ORGANI DI AMMINISTRAZIONE E DI CONTROLLO, DIRETTORI GENERALI E DIRIGENTI DI ATLANTIA COINVOLTI NELL'OPERAZIONE .....	21
2.8	DESCRIZIONE DELLA PROCEDURA DI APPROVAZIONE DELL'OPERAZIONE .....	21
2.9	SE LA RILEVANZA DELL'OPERAZIONE DERIVA DAL CUMULO, AI SENSI DELL'ARTICOLO 5, COMMA 2, DEL REGOLAMENTO OPC DI PIÙ OPERAZIONI COMPIUTE NEL CORSO DELL'ESERCIZIO CON UNA STESSA PARTE CORRELATA, O CON SOGGETTI CORRELATI SIA A QUEST'ULTIMA SIA ALLA SOCIETÀ, LE INFORMAZIONI INDICATE NEI PRECEDENTI PUNTI DEVONO ESSERE FORNITE CON RIFERIMENTO A TUTTE LE PREDETTE OPERAZIONI	

## DEFINIZIONI

Si riporta di seguito un elenco delle principali definizioni e dei termini utilizzati all'interno del presente Documento Informativo. Tali definizioni e termini, salvo ove diversamente specificato, hanno il significato di seguito indicato. I termini definiti al singolare si intendono anche al plurale, e viceversa, ove il contesto lo richieda.

<b>Atlantia</b>	Atlantia S.p.A., con sede legale in Roma, Via Antonio Nibby n. 20.
<b>Advisors Finanziari del Comitato</b>	Leonardo (come <i>infra</i> definito) e Studio Gualtieri (come <i>infra</i> definito), congiuntamente.
<b>Comitato Indipendenti Atlantia o Comitato</b>	Il Comitato degli Amministratori Indipendenti per le Operazioni con Parti Correlate di Atlantia, composto da (i) ing. Giuliano Mari (Presidente), (ii) prof. Bernardo Bertoldi e (iii) dott.ssa Lynda Christine Tyler-Cagni.
<b>Documento Informativo</b>	Il presente documento informativo, relativo ad operazioni di maggiore rilevanza con parti correlate, redatto ai sensi dell'art. 5 del Regolamento OPC e dell'art. 4.2(i) della Procedura OPC.
<b>Edizione</b>	Edizione S.r.l., con sede legale in Treviso, Piazza del Duomo n. 19.
<b>Leonardo</b>	Leonardo and Co. S.p.A.
<b>Operazione</b>	Come definita in premessa.
<b>Procedura OPC</b>	La "Procedura per le operazioni con parti correlate" vigente di Atlantia.
<b>Regolamento Emittenti</b>	Il regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14 maggio 1999, come successivamente modificato ed integrato.
<b>Regolamento OPC</b>	Il regolamento adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, come successivamente modificato ed integrato.
<b>Studio Gualtieri</b>	Studio Gualtieri e Associati
<b>TUF</b>	Il D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

## PREMESSA

Atlantia ha sottoscritto in data 13 marzo 2018 un accordo (l'“**Accordo**”) con Actividades de Construcción y Servicios S.A. (“**ACS**”) e Hochtief AG (“**Hochtief**”) avente ad oggetto un investimento congiunto da attuarsi attraverso un'offerta pubblica di acquisto su Abertis S.A. (“**Abertis**” e, complessivamente, l'“**Acquisizione Abertis**”).

Nell'ambito di tale Accordo, era previsto il diritto di Atlantia di esercitare - per sé o per persona da nominare - una *call option* (l'“**Opzione Call**”) entro il 23 marzo 2018 avente ad oggetto l'acquisizione di una quota pari al 29,9% (o al 34%) di Cellnex Telecom S.A. (“**Cellnex**”) - detenuta da Abertis - ad un prezzo pari alla media dei prezzi di borsa nei sei mesi precedenti il *settlement* dell'Acquisizione Abertis e comunque non inferiore ad Euro 21,20 per azione e non superiore ad Euro 21,50 per azione (*cum dividend*) (il “**Prezzo dell'Opzione Call**”). Nell'ambito del medesimo Accordo, era altresì previsto l'impegno di Atlantia di riconoscere ad Abertis un ulteriore compenso - in caso di lancio di OPA sul 100% di Cellnex ovvero cessione a terzi di tutta o parte la partecipazione in Cellnex medesima - sulla base del differenziale di prezzo, se positivo, rispettivamente pagato o ricevuto nel contesto di tali operazioni e secondo un certo meccanismo di aggiustamento (clausole di c.d. *earn-out*).

In seguito alla sottoscrizione dell'Accordo, Atlantia ha avviato, per il tramite di Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. (“**Mediobanca**”), un processo volto a sondare l'interesse degli investitori, individuati dalla stessa Mediobanca, ad acquisire tutte o parte delle azioni Cellnex oggetto dell'Opzione Call, al fine di valutare l'eventuale esercizio dell'Opzione Call.

Con lettera in data 20 marzo 2018, successivamente integrata in data 23 marzo 2018 (la “**Lettera**”), Edizione ha comunicato la propria disponibilità a concedere ad Atlantia una *put option* (l'“**Opzione Put**”) esercitabile entro il 16 aprile 2018 avente ad oggetto, *inter alia*, l'acquisto di una quota pari al 29,9% di Cellnex ad un prezzo unitario per azione di Euro 21,50, pari al massimo dell'intervallo di valori di cui al Prezzo dell'Opzione Call (il “**Corrispettivo**” e, complessivamente, l'intera vicenda negoziale tra Atlantia ed Edizione sopra indicata l'“**Operazione**”).

Il presente documento informativo (il “**Documento Informativo**”) ha ad oggetto l'Operazione.

L'Operazione si configura infatti come “*operazione di maggiore rilevanza*” (ai sensi dell'art. 1.1., lett. a), dell'Allegato 3 al Regolamento OPC e dell'art. 2.1 della Procedura OPC) in quanto supera l'indice di rilevanza del controvalore. Per tale ragione, prima dell'approvazione dell'Operazione da parte del Consiglio di Amministrazione, il Comitato Indipendenti Atlantia ha reso un motivato parere (allegato al presente Documento Informativo) sull'interesse di Atlantia al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni (il “**Parere del Comitato**”).

Ai fini dell'espressione del Parere del Comitato e nell'esercizio delle facoltà previste dalla Procedura OPC, il Comitato Indipendenti Atlantia ha individuato in Leonardo & Co. S.p.A. (“**Leonardo**”) e Studio Gualtieri e Associati (“**Studio Gualtieri**” e, insieme a Leonardo, gli “**Advisors Finanziari del Comitato**”) gli esperti indipendenti cui conferire l'incarico di rilasciare due *fairness opinion* aventi ad oggetto la valutazione delle condizioni economiche dell'Operazione ovvero di congruità del Corrispettivo (allegate al presente Documento Infor-

mativo).

In data 23 marzo 2018 il Consiglio di Amministrazione di Atlantia ha deliberato di esercitare l'Opzione Call e, nel medesimo contesto, di accettare la Lettera di Edizione nei termini descritti nel presente Documento Informativo.

Il presente Documento Informativo è stato predisposto da Atlantia ai sensi e per gli effetti dell'art. 5 del Regolamento OPC nonché dell'art. 4.2(i) della Procedura OPC.

## 1 AVVERTENZE

### 1.1 Rischi connessi ai potenziali conflitti di interesse derivanti dalle operazioni con parti correlate

L'Operazione di cui al presente Documento Informativo costituisce un'operazione tra parti correlate ai sensi della Procedura OPC in virtù dei rapporti partecipativi esistenti tra le società partecipanti all'Operazione.

In particolare, Edizione detiene, tramite Sintonia S.p.A., una partecipazione del 30,25% nel capitale sociale di Atlantia. Tale rapporto partecipativo denota l'esistenza di una correlazione tra Atlantia (da un lato) ed Edizione (dall'altro lato).

Ai sensi dell'art. 2.1 della Procedura OPC, per "Parte Correlata" si intende, infatti, un soggetto che: "a) direttamente, o indirettamente, anche attraverso Società Controllate ..., fiduciari o interposte persone: i Controlla la Società, ne è Controllato, o è sottoposto a comune Controllo; ii detiene una partecipazione nella Società tale da poter esercitare un'Influenza Notevole su quest'ultima; iii esercita Controllo Congiunto sulla Società; b) è una Società Collegata [...] della Società; c) è una Joint Venture [...] in cui la Società è una partecipante; d) è uno dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche della Società o della sua controllante; e) è uno Stretto Familiare [...] di uno dei soggetti di cui alle precedenti lettere a) o d); f) è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il Controllo, il Controllo Congiunto o l'Influenza Notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto; g) è un fondo pensionistico complementare, collettivo o individuale, italiano o estero, costituito a favore dei dipendenti della Società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata".

Ne segue che, ai sensi della Procedura OPC, l'Operazione si configura come un'operazione con parte correlata.

L'Operazione è altresì (un'operazione con parti correlate) "di maggiore rilevanza", posto che il Corrispettivo supera la soglia del 5% prevista dalla Procedura OPC in relazione al c.d. indice di rilevanza del controvalore, per tale intendendosi, ai sensi dell'art. 2.1 della Procedura OPC, il rapporto tra il controvalore dell'Operazione e la capitalizzazione della Società rilevata alla chiusura del 30 giugno 2017, ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento della Relazione Finanziaria Semestrale al 30 giugno 2017 (ultimo documento contabile periodico pubblicato alla data di autorizzazione dell'Operazione)<sup>1</sup>.

In conformità alle regole ed ai presidi previsti dalla Procedura OPC: (i) il Comitato Indipendenti Atlantia, costituito esclusivamente da amministratori non esecutivi ed indipendenti, è stato coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria dell'Operazione attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo di informazioni e documenti relativi all'Operazione; (ii) il Comitato ha potuto richiedere chiarimenti e formulare osservazioni al *management* incaricato della conduzione delle trattative; (iii) il Comitato si è riunito tre volte (da ultimo in data 23 marzo 2018) per esaminare la documentazione ed i vari profili relativi

---

<sup>1</sup> Tale soglia del 5%, calcolata sulla base della capitalizzazione della Società rilevata alla chiusura del 30 giugno 2017, è pari a circa 1.017 milioni di euro (ossia una cifra inferiore al corrispettivo dell'Operazione). Si segnala che, successivamente alla data di approvazione dell'Operazione, la Società ha pubblicato la Relazione Finanziaria Annuale 2017 e, pertanto, nel successivo paragrafo 2.5 sono riportati gli indici calcolati a tale ultima data di riferimento.

all'Operazione medesima; (iv) il Comitato Indipendenti Atlantia ha conferito a due esperti indipendenti, individuati, rispettivamente, in Leonardo e Studio Gualtieri, l'incarico per la redazione di due *Fairness Opinion*; (v) nella seduta del 23 marzo 2018 il Comitato ha espresso il Parere del Comitato; (vi) il Consiglio di Amministrazione di Atlantia, nella seduta del 23 marzo 2018, ha approvato l'Operazione, sulla base della documentazione istruttoria ricevuta e del motivato parere favorevole del Comitato, rilevando l'interesse al compimento dell'Operazione medesima nonché la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni.

## 2 INFORMAZIONI RELATIVE ALL'OPERAZIONE

### 2.1 Descrizione delle caratteristiche, modalità, termini e condizioni dell'Operazione

I principali elementi dell'Operazione, così come contenuti nella Lettera, sono:

- a) l'Opzione Put ha ad oggetto il 29,9% di Cellnex (la “**Partecipazione**”);
- b) il Corrispettivo è pari ad Euro 21,50 per singola azione Cellnex nonché complessivamente pari a circa Euro 1.489 milioni (*cum dividend*);
- c) l'Opzione Put può essere esercitata da Atlantia entro il 16 aprile 2018 (fermo restando quanto in appresso indicato);
- d) la Lettera e gli impegni ivi contenuti vengono automaticamente meno se non accettati da Atlantia entro il 23 marzo 2018 (e in ogni caso cesseranno di avere efficacia in caso di mancato esercizio dell'Opzione Call da parte di Atlantia);
- e) entro il 4 aprile 2018, Atlantia dovrà comunicare per iscritto ad Edizione se, una volta completata l'Acquisizione Abertis, la stessa intenda vendere (o meno) la Partecipazione. Fino a tale termine o, se antecedente, fino all'invio di detta comunicazione, Atlantia non potrà cedere od impegnarsi a cedere la Partecipazione;
- f) laddove Atlantia comunichi che non intende vendere la Partecipazione (o non comunichi alcunché entro il predetto termine del 4 aprile 2018), la stessa Atlantia manterrà il diritto di poter esercitare l'Opzione Put entro il 16 aprile 2018. In tal caso, Atlantia non potrà cedere od impegnarsi a cedere la Partecipazione nel periodo compreso tra l'invio della predetta comunicazione (o, in difetto, il 5 aprile 2018) e (a) l'acquisto della Partecipazione da parte di Edizione (laddove Atlantia eserciti l'Opzione Put); o (b) la scadenza del dodicesimo mese successivo al completamento dell'Acquisizione Abertis (laddove Atlantia non eserciti l'Opzione Put);
- g) tenuto conto dell'Opzione Put concessa, nel caso in cui Atlantia comunichi che intende vendere la Partecipazione (dopo il completamento dell'Acquisizione Abertis), tale cessione potrà avvenire alle seguenti condizioni: (a) qualora Atlantia non riceva alcuna offerta vincolante da parte di terzi per l'intera Partecipazione entro il 16 aprile 2018, l'Opzione Put si intenderà esercitata da Atlantia *ipso facto* a tale data (e ciò comporterà che la Partecipazione dovrà essere ceduta ad Edizione al Corrispettivo); (b) qualora Atlantia riceva un'offerta vincolante da parte di terzi per l'intera Partecipazione entro il 16 aprile 2018 per un prezzo non superiore ad Euro 22,20 per azione Cellnex, l'Opzione Put si intenderà esercitata da Atlantia *ipso facto* a tale data (e ciò comporterà che la Partecipazione dovrà essere ceduta ad Edizione al Corrispettivo); (c) qualora Atlantia riceva un'offerta vincolante da parte di terzi per l'intera Partecipazione entro il 16 aprile 2018 per un prezzo superiore ad Euro 22,20, Atlantia ne dovrà dare tempestiva comunicazione ad Edizione, la quale avrà il diritto di acquistare la Partecipazione ad un prezzo almeno pari a quello offerto dal terzo acquirente (c.d. *right to match*);
- h) fermo restando l'ammontare del Corrispettivo, (a) qualora, nei 12 mesi successivi all'esecuzione della compravendita della Partecipazione, Edizione promuova un'OPA



sul 100% del capitale di Cellnex ad un prezzo superiore al Corrispettivo, Edizione riconoscerà ad Abertis un'integrazione del Corrispettivo relativo alla Partecipazione in misura pari alla differenza, se positiva, tra il prezzo per azione dell'OPA ed il Corrispettivo (incrementato *pro rata temporis* di un IRR pari all'8% su base annua e aggiustato per tenere conto dell'eventuale pagamento di dividendi e di altri fattori di aggiustamento di comune applicazione nella prassi finanziaria); e (b) qualora, nei 12 mesi successivi all'esecuzione della compravendita della Partecipazione, Edizione ceda a terzi tutta o parte della Partecipazione ad un prezzo superiore al Corrispettivo, Edizione riconoscerà ad Abertis un'integrazione del Corrispettivo in misura pari alla differenza, se positiva, tra tale prezzo ed il Corrispettivo (incrementato *pro rata temporis* di un IRR pari all'8% su base annua e aggiustato per tenere conto dell'eventuale pagamento di dividendi e di altri fattori di aggiustamento di comune applicazione nella prassi finanziaria) per il corrispondente numero di azioni cedute da Edizione alla parte terza (clausole di c.d. *earn-out* simmetriche al contenuto degli analoghi impegni assunti da Atlantia a beneficio di Abertis nell'ambito dell'Accordo).

La Lettera presenta altresì i seguenti ulteriori termini e condizioni:

- i) nel caso in cui si perfezioni la compravendita della Partecipazione da parte di Edizione, quest'ultima riconoscerà ad Atlantia: (a) il diritto (personale ed incedibile) di co-investire in Cellnex, acquistando fino al 20% della Partecipazione (corrispondente al 6% circa del capitale di Cellnex) ovvero, come sarà concordato tra le parti, del 20% del veicolo che deterrà la Partecipazione (la "**Società Veicolo**"), entro il secondo anno successivo al perfezionamento della suddetta compravendita, ad un prezzo per azione Cellnex pari al maggiore tra (i) l'allora *fair market value* dell'azione Cellnex e (ii) un prezzo che consenta ad Edizione di realizzare, al momento della cessione ad Atlantia, un IRR pari al 10% sul prezzo di acquisto unitario pagato da Edizione; fermo restando che in caso di co-investimento, Atlantia sarà soggetta ad un periodo di *lock-up* triennale e saranno garantiti ad Atlantia diritti di *governance* proporzionati all'entità dell'investimento; (b) un "diritto di prima offerta" e un "diritto di prelazione", ai sensi dei quali, qualora – decorso un primo periodo di 12 mesi dalla data di esecuzione della compravendita della Partecipazione, durante il quale Edizione potrà individuare dei co-investitori per quote di minoranza della Partecipazione o della Società Veicolo – Edizione o la Società Veicolo intendano cedere, in tutto o in parte, la Partecipazione (ovvero, quanto a Edizione, le quote della Società Veicolo) entro i sette anni successivi all'esecuzione della compravendita, Atlantia potrà presentare una prima offerta vincolante di acquisto della Partecipazione, delle quote della Società Veicolo ovvero, nel caso in cui a cedere la Partecipazione sia la stessa Società Veicolo, di una frazione della Partecipazione oggetto di cessione proporzionale alla partecipazione di Edizione nel capitale della Società Veicolo (la "**Quota in Vendita**"), a seguito della quale: (i) nel caso in cui Edizione o la Società Veicolo ricevano un'offerta vincolante da un compratore terzo per la Quota in Vendita ad un prezzo non superiore di almeno il 3% rispetto a quello proposto da Atlantia, ovvero non ricevano alcuna offerta vincolante per la Quota in Vendita, per i 6 mesi successivi Edizione o la Società Veicolo potranno cedere la Quota in Vendita esclusivamente ad Atlantia, al prezzo proposto da Atlantia nella prima offerta; e (ii) qualora Edizione o la Società Veicolo ricevano un'offerta vincolante da un compratore terzo per la Quota in Vendita ad un prezzo superiore di più del 3% rispetto a quello proposto da Atlantia, Edizione ne dovrà dare tempestiva comunicazione ad Atlantia, la quale avrà il

diritto di acquistare la Quota in Vendita ad un prezzo almeno pari a quello offerto dal terzo acquirente, dandone comunicazione ad Edizione e, se del caso, alla Società Veicolo;

- j) entro la fine del terzo mese dal *settlement* dell'Acquisizione Abertis, Atlantia dovrà far sì che Abertis abbia ceduto (ovvero nel caso in cui Atlantia si avvalga dell'opzione di incrementare la partecipazione oggetto di acquisto nell'ambito dell'Opzione Call al 34% del capitale, Atlantia dovrà aver ceduto) il rimanente 4,1% del capitale di Cellnex a parti non correlate di Atlantia;
- k) essendo interesse di Edizione che la partecipazione non venga diluita e che, pertanto, Abertis partecipi *pro quota* ai relativi aumenti di capitale qualora gli stessi avvengano prima dell'acquisizione della Partecipazione da parte di Edizione, quest'ultima si impegna ad acquistare, al prezzo di emissione, insieme alla Partecipazione, anche tutte le azioni Cellnex acquistate da Abertis mediante sottoscrizione *pro quota* di uno o più aumenti di capitale; tuttavia, nel caso in cui Cellnex richieda ai suoi soci un aumento di capitale nel periodo intercorrente tra la data di accettazione della proposta di Edizione ed il *settlement* dell'Acquisizione Abertis e questo non venga integralmente sottoscritto da Abertis per il suo *pro quota*, il Corrispettivo dovrà essere modificato di comune accordo tra le parti, adottando le metodologie standard di aggiustamento prezzo a seguito di aumenti di capitale, fermo restando che, con riferimento a tale ultimo aggiustamento di prezzo, Edizione si impegna a mantenere indenne Atlantia da qualsiasi controversia possa nascere.

## **2.2 Indicazione delle parti correlate con cui l'Operazione è posta in essere, della natura della correlazione e della natura e della portata degli interessi di tali parti nell'Operazione**

Edizione è titolare, per il tramite di Sintonia S.p.A., del 30,25% del capitale sociale di Atlantia e ne è l'azionista di maggioranza relativa. Ai sensi dell'art. 2.1 della Procedura OPC (sopra menzionato), Edizione deve dunque considerarsi "Parte Correlata" di Atlantia.

L'Operazione ricade nell'ambito di applicazione della Procedura OPC e, in particolare, della disciplina prevista per le operazioni di maggiore rilevanza posto che il Corrispettivo supera la soglia del 5% relativa al c.d. indice di rilevanza del controvalore (cfr. paragrafi 1.1 e 2.5).

## **2.3 Indicazione delle motivazioni economiche e della convenienza dell'Operazione per Atlantia**

Si ritiene sussistente l'interesse di Atlantia al compimento dell'Operazione in quanto quest'ultima facilita il buon esito dell'Acquisizione Abertis.

In particolare, l'Operazione consente di dare certezza alla cessione della Partecipazione, sia con riferimento alla tempistica che al valore. Si ricorda inoltre che, sin dall'annuncio dell'OPA su Abertis, Hochtief aveva comunicato l'intenzione di vendere la partecipazione di Abertis in Cellnex; Atlantia aveva a sua volta dichiarato nel Folleto Esplicativo - pubblicato in relazione

all'OPA su Abertis annunciata nel maggio 2017 - di non voler promuovere un'OPA su Cellnex e che, al momento opportuno, avrebbe valutato la cessione della partecipazione detenuta.

Inoltre, l'Operazione consente un miglioramento della struttura finanziaria dell'Acquisizione Abertis ed offre la possibilità di beneficiare di opzionalità strategiche nel medio periodo. Atlantia potrà infatti valutare in un periodo di due anni, laddove ciò risponda ad un proprio interesse, di co-investire con Edizione nel capitale di Cellnex alle condizioni sopra riferite. Inoltre, come detto, sono previsti in favore di Atlantia un diritto di prelazione e di prima offerta (di durata settennale) relativi alla Partecipazione in Cellnex.

Infine, non va trascurato che la proposta di Edizione consente ad Atlantia di avere a disposizione un certo periodo di tempo (fino al 16 aprile 2018, sensibilmente più ampio quindi di quello del 23 marzo 2018 stabilito nell'Accordo per l'esercizio dell'Opzione Call) per verificare, tramite l'*advisor* Mediobanca, l'esistenza di eventuali acquirenti alternativi a condizioni migliorative.

Per quanto attiene alla convenienza ed alla correttezza dell'Operazione e delle relative condizioni, il Consiglio di Amministrazione di Atlantia, sulla base della documentazione istruttoria ricevuta e del motivato parere favorevole del Comitato, ha rilevato l'interesse di Atlantia a compiere l'Operazione nonché la convenienza e correttezza sostanziale delle relative condizioni. Il Consiglio di Amministrazione si è anche avvalso della *fairness opinion* di Equita SIM S.p.A. ("**Equita**") sulla congruità da un punto di vista finanziario del prezzo di esercizio dell'Opzione Call per l'acquisto del 29,9% del capitale sociale di Cellnex.

## **2.4 Modalità di determinazione del Corrispettivo e valutazioni circa la sua congruità**

Il Corrispettivo dell'Operazione è stato determinato, a seguito di trattative tra le parti, in misura pari al valore massimo previsto nell'Accordo per l'esercizio dell'Opzione Call da parte di Atlantia.

### **L'Opinion di Equita**

Come anticipato, Equita, in qualità di *financial advisor*, ha rilasciato in data 23 marzo 2018 una *fairness opinion* al Consiglio di Amministrazione di Atlantia sulla congruità da un punto di vista finanziario del prezzo di esercizio dell'Opzione Call per l'acquisto del 29,9% del capitale sociale di Cellnex. Si riporta in sintesi il contenuto della *fairness* di Equita sebbene non direttamente inerente l'Operazione oggetto del presente Documento Informativo.

Ai fini della redazione della propria *fairness opinion* Equita ha fatto riferimento esclusivamente a dati e informazioni pubblicamente disponibili riguardanti Cellnex. In particolare Equita non ha effettuato alcuna attività di *due diligence* (finanziaria, legale, commerciale, fiscale, industriale e ambientale) su Cellnex, né ha avuto accesso al *management* e al *business plan* di Cellnex. Pertanto, ai fini delle proprie analisi valutative Equita ha utilizzato esclusivamente metodologie c.d. di mercato e, in particolare, i) la metodologia delle quotazioni di Borsa, ii) la metodologia delle valutazioni obiettivo indicate dagli analisti di ricerca che seguono il titolo Cellnex e iii) la metodologia dei multipli di Borsa di società quotate comparabili a Cellnex.

Nell'applicazione delle suddette metodologie valutative, sono state considerate le caratteristiche ed i limiti impliciti in ciascuno di essi, sulla base della prassi valutativa professionale normalmente seguita nel settore.

Le valutazioni sono state condotte in ottica c.d. *stand-alone*, ossia in ipotesi di autonomia operativa di Cellnex ed in particolare ignorando l'eventuale impatto sulla valutazione della stessa dell'esercizio dell'Opzione Call, ovvero l'impatto di eventuali sinergie e costi straordinari derivanti dall'esercizio dell'Opzione Call. L'analisi è stata inoltre condotta considerando Cellnex in ipotesi di continuità aziendale e autonomia operativa, senza sostanziali mutamenti di gestione.

Le analisi e valutazioni contenute nella *fairness opinion* di Equita sono basate e si riferiscono alle condizioni di mercato ed economiche in essere alla data della stessa, nonché ai dati e informazioni di pubblico dominio riguardanti Cellnex fino alla data del 23 marzo 2018. In particolare Equita ha evidenziato che il prezzo dell'Opzione Call verrà puntualmente determinato alla data di regolamento dell'offerta pubblica di acquisto volontaria promossa da Hochtief su Abertis e, pertanto, ad una data successiva a quella della propria *fairness opinion*. Le analisi valutative e le conclusioni, pertanto, sono state elaborate e sono da intendersi valide alla data del 23 marzo 2018.

Sulla base delle considerazioni sopra riportate e stanti i limiti e le restrizioni delle analisi considerati, Equita ritiene che, alla data del 23 marzo 2018, il prezzo di esercizio dell'Opzione Call sia congruo da un punto di vista finanziario, in quanto compreso nell'intervallo dei valori risultanti dall'applicazione delle metodologie di valutazione utilizzate.

\* \* \* \*

Anche il Comitato Indipendenti Atlantia si è avvalso, nello svolgimento delle proprie funzioni, secondo quanto previsto dalla Procedura OPC, dell'analisi effettuata dagli *advisors* indipendenti Studio Gualtieri e Leonardo.

Gli *Advisors* Finanziari del Comitato sono stati individuati e selezionati dal Comitato medesimo. In particolare, l'incarico conferito allo Studio Gualtieri prevedeva la prestazione di servizi di assistenza e consulenza relativamente all'Operazione e, in particolare, il rilascio di un parere per il Comitato in merito alla congruità, dal punto di vista finanziario per Atlantia, dei termini e condizioni economici della Lettera. Analogo incarico di assistenza è stato conferito a Leonardo cui è stato richiesto, in particolare, di predisporre un parere a beneficio del Comitato in merito alla congruità del Corrispettivo.

A tal riguardo, si segnala che la verifica dell'effettiva indipendenza dello Studio Gualtieri e di Leonardo è stata compiuta acquisendo specifiche dichiarazioni di indipendenza da parte di detti *advisor*. In particolare, è stato loro richiesto di specificare eventuali attività e/o incarichi in corso per conto del Gruppo Atlantia e del Gruppo Edizione, nonché quelli eventualmente svolti per conto dei detti Gruppi societari negli ultimi 12 mesi. In aggiunta, è stato loro richiesto di comunicare l'esistenza di eventuali relazioni personali, professionali ed economiche (in essere o intercorse negli ultimi dodici mesi) con le società del Gruppo Atlantia, le società del Gruppo Edizione, i rispettivi amministratori nonché i principali azionisti di Atlantia, intendendosi per principali azionisti quelli risultanti dalle comunicazioni pubblicate ex art. 120 del TUF sul sito Consob, al fine di verificare se da essi potessero nascere eventuali conflitti di interesse.

Lo Studio Gualtieri e Leonardo hanno rilasciato dichiarazioni di insussistenza dei predetti rapporti e/o relazioni nei confronti dei menzionati soggetti, dichiarazioni che sono state verificate dalle competenti strutture interne della Società<sup>2</sup>.

### **L'Opinion di Studio Gualtieri**

Si riporta di seguito una sintesi delle analisi e delle valutazioni condotte da Studio Gualtieri ai fini della redazione della propria *opinion* (l'“**Opinion Gualtieri**”), rinviando ai documenti allegati al Documento Informativo per una più compiuta e analitica descrizione del processo condotto.

L'incarico è stato svolto da Studio Gualtieri sulla base delle informazioni rese disponibili, facendo pieno affidamento sulla loro veridicità, accuratezza e completezza e senza effettuare su di esse alcuna analisi o verifica autonoma e indipendente.

L'incarico ha avuto ad oggetto la valutazione dell'Operazione esclusivamente in termini di correttezza sostanziale delle condizioni economiche, non rientrando in alcun modo nell'esame condotto da Studio Gualtieri per la formulazione dell'Opinion Gualtieri l'effettuazione di analisi e approfondimenti sulla convenienza dell'Operazione e sull'interesse di Atlantia ad effettuarla, che non è stato dunque condotto.

La verifica della rispondenza del Corrispettivo alle condizioni di mercato è stata condotta da Studio Gualtieri sulla base delle seguenti analisi valutative:

- l'esame della liquidità del mercato delle azioni Cellnex e conseguentemente della significatività dei prezzi da esso espressi;
- l'esame dell'andamento del prezzo di borsa delle azioni Cellnex e il suo confronto con l'indice di riferimento del mercato spagnolo e con i prezzi di un campione di società comparabili che considera sia società che operano in prevalenza nel mercato delle infrastrutture per le telecomunicazioni sia società che si occupano principalmente di “*broadcasting*”, perché Cellnex agisce in entrambe le aree di *business* anche se con preponderanza nella prima;
- l'esame dei principali dati economico-patrimoniali e indicatori di bilancio di Cellnex e il loro confronto con quelli del campione di società comparabili selezionato;
- l'esame dei multipli di mercati di Cellnex e il loro confronto con quelli del campione di società comparabili selezionato.

Sulla base delle anzidette analisi Studio Gualtieri ha concluso che il Corrispettivo, riflettendo il quadro informativo disponibile ed essendo in linea con i valori espressi dai mercati azionari per la tipologia di aziende in cui rientra Cellnex, è sostanzialmente corretto dal punto di vista di Atlantia.

Il processo valutativo delle condizioni economiche dell'Operazione svolto nell'Opinion Gualtieri si è poi esteso a due ulteriori profili:

---

<sup>2</sup> Leonardo ha dichiarato per mera completezza di aver svolto negli ultimi 12 mesi un incarico di *financial advisory* in favore di Abertis, società comunque non appartenente al Gruppo Atlantia né al Gruppo Edizione (oggetto di esame nel caso di specie).

- a) gli effetti determinati per Atlantia dalle modalità e dalle condizioni di esercizio dell'Opzione Put;
- b) le clausole che consentono ad Atlantia di re-investire acquisendo il 6% circa del capitale di Cellnex.

Con riferimento al profilo di cui alla lettera a), Studio Gualtieri, sulla base dell'esame delle clausole che regolano l'Operazione, ha concluso che l'Opzione Put, pur non producendo di per sé per Atlantia alcun vantaggio economico differenziale rispetto alla mancata realizzazione dell'Operazione, le permette di mantenere la possibilità, sino al 16 aprile, di ottenere un parziale e indiretto beneficio economico dall'eventuale offerta di un terzo a fronte di un modesto costo opportunità.

Con riferimento al profilo di cui alla lettera b), Studio Gualtieri ha evidenziato che la facoltà è un'opzione con prezzo di esercizio pari al prezzo di mercato al momento dell'esercizio, di talché il suo valore economico, essendo Cellnex una società quotata, è sostanzialmente nullo perché in astratto quella partecipazione potrebbe essere comperata sul mercato. Tuttavia, ad essa sono connessi diritti di *governance* e diritti di prima offerta e di prelazione che, pur essendo un arricchimento della partecipazione, hanno un valore non misurabile.

Studio Gualtieri ha da ultimo osservato che, sotto il profilo della convenienza dell'Operazione per Atlantia – dunque un aspetto che non attiene alle condizioni economiche dell'offerta – un rilievo certamente lo ha la circostanza che Cellnex ha un debito finanziario significativo che, sebbene non sia consolidato linea per linea nel bilancio di Abertis, pertiene evidentemente *pro quota* al gruppo che farà capo ad Atlantia e quindi l'Operazione consente di migliorare la struttura finanziaria di Atlantia per effetto dell'incasso del prezzo e del trasferimento dell'anzidetto debito.

### **La Fairness Opinion di Leonardo**

#### *(i) Indicazione dei metodi di valutazione adottati dagli esperti per esprimersi sulla congruità del corrispettivo*

Si riporta, di seguito, una sintesi delle analisi valutative condotte da Leonardo in relazione alla predisposizione della propria *opinion* (l'“**Opinion Leonardo**”). Si precisa che tale sintesi non rappresenta la descrizione dell'intero procedimento valutativo svolto, il quale, in relazione alla sua complessità, tiene in considerazione una pluralità di fattori, analisi e considerazioni. Il testo completo della Opinion Leonardo è in ogni caso disponibile in allegato al presente Documento Informativo.

Nell'applicazione delle diverse metodologie valutative, Leonardo ha tenuto conto, come spiegato in maggior dettaglio nella Opinion Leonardo, delle specifiche caratteristiche di Cellnex, del fatto che le azioni della stessa sono negoziate sul mercato borsistico e del fatto che la Opinion Leonardo si è basata esclusivamente su informazioni pubblicamente disponibili, individuando pertanto alcune limitazioni e caveat nello svolgimento del processo valutativo.

Ai fini della redazione della Opinion Leonardo, Leonardo ha adottato metodologie in linea con la prassi nazionale ed internazionale, da interpretarsi come parti inscindibili e complementari del medesimo processo valutativo. Pertanto, le metodologie valutative utilizzate non sono state

suddivise in “principali” e “secondarie” o “di controllo”; ad esse sono stati assegnati, invece, diversi livelli di significatività, ferma restando la considerazione di tutti i metodi.

Si precisa, inoltre, che le valutazioni alla base della Opinion Leonardo sono state condotte in una prospettiva stand-alone e considerando valido il presupposto di continuità aziendale di Cellnex.

Tenuto conto delle caratteristiche di Cellnex, della documentazione a disposizione, della tipologia di attività svolte e dei contesti regolatori e di mercato nei quali Cellnex opera, nonché delle rispettive dimensioni e delle caratteristiche dell’Operazione, Leonardo ha utilizzato, ai fini dell’elaborazione della Opinion Leonardo, le seguenti metodologie:

- analisi dei prezzi medi di borsa su diversi intervalli temporali;
- analisi dei flussi di cassa operativi scontati (“DCF”);
- multipli di società comparabili.

Per contro, non sono stati reputati significativi e, pertanto, non sono stati utilizzati per i motivi di seguito indicati, i metodi (i) dell’osservazione dei prezzi obiettivo pubblicati dagli analisti di ricerca, (ii) dei multipli di operazioni comparabili e (iii) dei premi OPA.

(ii) Indicazione dell’importanza relativa attribuita a ciascuno dei metodi di valutazione adottati.

Ai fini della valutazione della congruità del Corrispettivo, Leonardo ha evidenziato come le diverse metodologie valutative individuate si caratterizzino per differenti gradi di significatività, quando applicate al caso in specie, come discusso nel seguito.

#### A. Metodo dell’analisi dei prezzi medi di borsa su diversi intervalli temporali.

Ai fini dell’applicazione della metodologia, sono state considerate due date di riferimento: (i) data di annuncio dell’Accordo tra Atlantia, ACS ed Hochtief relativo all’Acquisizione Abertis, i.e. 13 marzo 2018 (“**Data di Annuncio Offerta Congiunta**”) e (ii) la data dell’avvio della prima OPA da parte di Atlantia sulle azioni Abertis nel 2017, i.e. 15 maggio 2017 (“**Data di Annuncio dell’Offerta Atlantia**”).

Il volume delle negoziazioni delle azioni Cellnex sul mercato di borsa risulta consistente (con circa 1 milione di azioni negoziate giornalmente negli ultimi 12 mesi e una rotazione del 100% del flottante in circa 5 mesi), rendendo il titolo Cellnex molto liquido. In aggiunta, si è rilevato che l’azionariato di Cellnex è costituito in misura preponderante da flottante.

Alla luce di tali considerazioni si è attribuito a tale metodo un livello di significatività medio-alto.

#### B. Metodo DCF.

Il metodo DCF è stato applicato su informazioni pubblicamente disponibili: pertanto, non sono stati forniti dati economico-finanziari correnti o prospettici, né un piano industriale prepara-

to dal *management* di Cellnex. I flussi di cassa futuri attesi sono stati predisposti sulla base delle stime e proiezioni contenute nelle ricerche di mercato pubblicate dagli analisti.

In particolare, la metodologia è stata applicata sulle stime prospettiche sino al 2022 dei flussi di cassa operativi predisposte dagli analisti finanziari. Ai fini del calcolo del *consensus* degli analisti finanziari, sono state considerate le ricerche di mercato pubblicate dopo il rilascio dei risultati annuali 2017 da parte di Cellnex (16 febbraio 2018): (i) Kepler Cheuvreux (15 marzo 2018), RBC Capital Markets (6 marzo 2018), Barclays (2 marzo 2018), Morgan Stanley (1 marzo 2018) e Deutsche Bank (20 febbraio 2018).

L'indisponibilità di un piano industriale preparato dal *management* limita la significatività della metodologia.

Alla luce di tali considerazioni si è attribuito a tale metodo un livello di significatività medio.

#### C. Metodo dei multipli di società comparabili

Il campione individuato di società comparabili è significativo sia in termini di dimensione che di *business*. Il multiplo Enterprise Value su Ebitda ("**EV/Ebitda**") è l'indicatore più appropriato e maggiormente utilizzato per valutare le società che operano nel settore di riferimento.

Il campione selezionato è stato individuato tra società quotate operanti sul mercato delle postazioni per le reti radio (c.d. "**Torri**"), considerando separatamente quelle operanti nel mercato delle reti di telecomunicazioni/cellulari e quelle operanti nel mercato delle reti televisive/*broadcasting*, in modo da considerare il contributo relativo delle due divisioni ai ricavi complessivi di Cellnex.

In considerazione delle differenze legate (i) alla diversa contribuzione delle due divisioni individuate al fatturato complessivo, (ii) alla dimensione relativa rispetto a Cellnex, e (iii) alla presenza geografica delle singole società del campione, si è attribuito a tale metodo un livello di significatività medio.

#### D. Metodo dell'osservazione dei prezzi obiettivo pubblicati dagli analisti di ricerca

Cellnex è seguita da un ampio *panel* di analisti di mercato che hanno rilasciato un prezzo obiettivo e una raccomandazione a seguito della pubblicazione dei risultati annuali 2017 da parte della Società (i.e. 16 febbraio 2018).

La metodologia prevalentemente utilizzata dagli analisti di mercato è risultata il DCF. Tuttavia, la maggior parte delle ricerche prese in esame si riferisce ad una valutazione tendenziale e prospettica delle azioni Cellnex, lungo un arco temporale di 12/24 mesi, al termine del quale gli analisti si attendono che si completi l'attuale ciclo di forte sviluppo di Cellnex per via organica (con ingenti investimenti diretti) ed esterna (tramite acquisizioni), e che si stabilizzi l'attuale dinamica fortemente evolutiva dei flussi di cassa operativi. La Opinion Leonardo si riferisce invece, necessariamente, al *fair value* stimabile ad oggi.

Alla luce di tale considerazione tale metodo non è stato applicato.



#### E. Metodo dei multipli di operazioni comparabili

Le transazioni avvenute all'interno del settore di riferimento hanno riguardato principalmente *asset* (i.e. *asset deal*), limitando pertanto la comparabilità con l'Operazione in oggetto.

Alla luce di tale considerazione tale metodo non è stato applicato.

#### F. Metodo dei premi OPA

Tenendo in considerazione gli elementi caratterizzanti dell'Operazione proposta, l'applicazione della metodologia dei premi OPA non è stata considerata rilevante e pertanto non è stata applicata.

#### (iii) Indicazione dei valori scaturiti da ciascun metodo di valutazione adottato

La tabella riportata di seguito mostra i valori per azione di Cellnex risultanti dall'applicazione di tutti i metodi di valutazione utilizzati ai fini dell'analisi (illustrati nel paragrafo 2.4(i) che precede) e i relativi livelli di significatività. I metodi non applicati non sono stati quindi presi in considerazione.

	Cellnex		
	Valore per azione (Euro) - Min	Valore per azione (Euro) - Max	Livello di significatività del metodo
Analisi dei prezzi medi di borsa su diversi intervalli temporali – Data di Annuncio Offerta Congiunta )	16,01	21,44	Medio - alto
Analisi dei prezzi medi di borsa su diversi intervalli temporali – Data di Annuncio Offerta Atlantia	14,39	16,08	Medio - alto
DCF	16,73	20,36	Medio
Multipli di mercato	19,84	20,84	Medio

#### (iv) Indicazione dei criteri con cui è stato stabilito il valore finale del corrispettivo

In considerazione dei risultati esposti nel precedente punto (iii), dei differenti livelli di *significatività* dei metodi valutativi esaminati e in conformità al mandato ricevuto da Atlantia, Leonardo ha ritenuto che, alla data del 23 marzo 2018, limitatamente alla Operazione così come individuata e condizionatamente a quanto definito nel proprio parere, il corrispettivo proposto di Euro 21,5 per azione sia congruo dal punto di vista finanziario.

Indicazione delle fonti utilizzate per la determinazione dei dati rilevanti oggetto di elaborazione

Ai fini della determinazione dei dati rilevanti oggetto di elaborazione sono state utilizzate la documentazione e le informazioni fornite da Atlantia, nonché alcune informazioni pubblicamente disponibili. In particolare:

- “Lettera di supporto e *backing* per Atlantia relativamente a Cellnex” inviata a Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Atlantia da Edizione, datata 20 marzo 2018;
- “Term Sheet” firmato da Atlantia, datato 13 marzo 2018;
- Bozza di “Process Letter” predisposta da Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A.;
- *Fairness Opinion* di Goldman Sachs al Consiglio di Amministrazione di Atlantia datata 13 Marzo 2018;
- Manifestazione di interesse ricevuta da investitore istituzionale statunitense datata 22 Marzo 2018;
- Presentazione preparata da Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. datata 23 Marzo 2018 relativa al processo di dismissione della possibile partecipazione Cellnex da parte di Atlantia;
- Modifica a “Lettera di supporto e *backing* per Atlantia relativamente a Cellnex” inviata a Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Atlantia da Edizione, datata 23 marzo 2018;
- Bilanci certificati di Cellnex relativi agli esercizi chiusi al 31 dicembre 2014, 2015, 2016 e 2017 e predisposti in accordo ai principi contabili internazionali IFRS;
- certe informazioni pubbliche relative a Cellnex ritenute rilevanti, incluse alcune stime fornite dagli analisti finanziari in merito alle *performance* finanziarie attese di Cellnex.

(v) *Indicazione dei principali parametri (o variabili) presi a riferimento per l'applicazione di ciascun metodo*

A. Metodo dei prezzi di borsa.

L'analisi è stata svolta prendendo a riferimento le quotazioni medie ponderate su differenti orizzonti temporali rilevate sino alle due date di riferimento, i.e. Data di Annuncio OPA Congiunta e Data di Annuncio Offerta Atlantia. Le due date di riferimento consentono di valutare Cellnex sulla base di un prezzo per azione definito *undisturbed*.

#### B. Metodo del DCF.

Il *range* valutativo è stato individuato sulla base di una WACC pari a 6,06% e 6,46% e di tasso di crescita dei flussi di cassa in *perpetuity* secondo la formula di Gordon pari a 1,95% e 2,05%.

A partire dall'*Enterprise Value* si è giunti al calcolo del valore di pertinenza degli azionisti della società, e di conseguenza al valore per azione, applicando gli aggiustamenti tipici di questo tipo di analisi tenendo conto, tra l'altro: del debito finanziario netto, dei fondi, del valore da bilancio delle minoranze e del valore da bilancio delle società non consolidate valutate al patrimonio netto.

#### C. Metodo dei multipli di mercato.

L'analisi è stata svolta prendendo a riferimento le medie 2018 e 2019 dei multipli di mercato delle società comparabili, considerando la media a tre mesi della capitalizzazione di mercato.

Ai fini dell'applicazione del multiplo EV/Ebitda, l'Ebitda di Cellnex è stato rettificato per le poste non ricorrenti, in accordo con le modifiche riportate pubblicamente da Cellnex stessa.

Il multiplo EV/Ebitda è stato applicato ponderando il multiplo medio EV/Ebitda dei due panel di società comparabili (i.e. *telecom* e *broadcasting*) per il peso sui ricavi di Cellnex delle due divisioni.

A partire dall'*Enterprise Value* si è giunti al calcolo del valore di pertinenza degli azionisti della società, e di conseguenza al valore per azione, applicando gli aggiustamenti tipici di questo tipo di analisi tenendo conto, tra l'altro: del debito finanziario netto, dei fondi, del valore da bilancio delle minoranze e del valore da bilancio delle società non consolidate valutate al patrimonio netto.

### **2.5 Effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione, fornendo gli indici di rilevanza applicabili**

Come indicato nel paragrafo 2.1, l'Operazione consiste nella concessione di un'Opzione Put da parte di Edizione ad Atlantia sulla quota pari al 29,9% della partecipazione in Cellnex detenuta da Abertis, partecipazione che Atlantia ha diritto di acquistare secondo quanto previsto nell'Accordo.

Gli effetti economici, patrimoniali e finanziari dell'Operazione nel bilancio consolidato del Gruppo Atlantia sono distinti nell'ipotesi in cui Atlantia non abbia già acquisito alla data di esecuzione dell'Operazione il controllo e quindi non consolidi integralmente Abertis e le relative società controllate, dal caso in cui l'Operazione sia effettuata successivamente all'acquisizione del suddetto controllo.

In particolare, nel caso in cui la cessione della quota del 29,9% di Cellnex da Abertis ad Edizione sia effettuata anteriormente alla prospettata acquisizione del controllo di Abertis da parte di Atlantia, in base ai principi contabili internazionali IFRS non si rileverebbero nel bilancio consolidato effetti economici, patrimoniali e finanziari dall'Operazione poiché tale cessione avverrebbe prima della data a partire dalla quale Atlantia procederà al consolidamento di Abertis e delle sue imprese partecipate; infatti, solo successivamente, a seguito dell'acquisizione del con-

trollo di Abertis, il Gruppo Atlantia rileverebbe, tra le attività acquisite, le maggiori disponibilità (ovvero, il minore indebitamento finanziario consolidato) derivanti dalla già intercorsa cessione della partecipazione ad Edizione, per l'importo di 1.489 milioni di euro.

Invece, nel caso in cui la cessione della quota del 29,9% di Cellnex sia effettuata successivamente alla prospettata acquisizione di Abertis da parte di Atlantia, in base ai principi contabili internazionali IFRS la cessione della suddetta partecipazione produrrebbe un provento da attività operative cessate di circa 18 milioni di euro (pari alla differenza tra il *fair value* della suddetta quota in Cellnex, desumibile dal prezzo di chiusura del mercato borsistico dell'azione Cellnex alla data del 23 marzo 2018, corrispondente a 1.471 milioni di euro, e il corrispettivo complessivo di 1.489 milioni di euro pagato da Edizione ad Abertis), con un utile di competenza del Gruppo di circa 9 milioni di euro.

Sotto il profilo patrimoniale e finanziario, si rileverebbe un aumento delle disponibilità liquide per 1.489 milioni di euro (o una pari riduzione dell'indebitamento finanziario consolidato) a fronte della *derecognition* della partecipazione (il cui valore, come detto, risulta pari a 1.471 milioni di euro).

Si segnala che, non essendo ad oggi determinabile il *fair value* di Cellnex alla data di effettiva acquisizione di Abertis da parte di Atlantia, gli effetti economici e patrimoniali prospettati in tale caso, sopra indicati, sono suscettibili di variazioni.

Ai fini della verifica del superamento delle soglie di maggiore rilevanza ai sensi della Procedura OPC, si è fatto riferimento agli indici previsti dall'Allegato 3 del Regolamento OPC, ed in particolare all'indice di rilevanza del controvalore e all'indice di rilevanza dell'attivo, come rappresentati nella tabella di seguito riportata, alla luce dei dati finanziari riferiti alla chiusura dell'esercizio 2017, pubblicati dopo l'autorizzazione dell'Operazione.

Indice	Descrizione	Numeratore in milioni di euro	Denominatore in milioni di euro	Valore Indice in %	Soglia di rilevanza in %
Indice di rilevanza del controvalore	Rapporto tra il controvalore dell'Operazione e il maggiore tra il patrimonio netto tratto dallo stato patrimoniale consolidato pubblicato nella Relazione Finanziaria annuale 2017 del Gruppo Atlantia e la capitalizzazione di Atlantia rilevata alla chiusura del 29 dicembre 2017, ultimo giorno di mercato aperto compreso	1489	maggiore tra  11763  e  21735	6,85	5,00

	nel suddetto documento contabile				
Indice di rilevanza dell'attivo	Rapporto tra il corrispettivo pattuito per l'Operazione e il totale attivo tratto dallo stato patrimoniale consolidato pubblicato nella Relazione Finanziaria annuale 2017 del Gruppo Atlantia	1489	40057	3,71	5,00

Si segnala infine che l'indice di rilevanza delle passività non è applicabile all'Operazione rappresentata nel presente Documento Informativo.

## **2.6 Incidenza dell'Operazione sui compensi dei componenti degli organi di amministrazione di Atlantia e/o di società da quest'ultima controllate**

L'ammontare dei compensi dei componenti dell'organo di amministrazione di Atlantia e/o di sue società controllate non è destinato a variare in conseguenza dell'Operazione.

Si segnala in ogni caso per completezza che, così come chiaramente espresso al punto 2.3 del presente documento, il compimento dell'Operazione facilita il buon esito dell'Acquisizione Abertis relativamente alla quale è stato predisposto un sistema di incentivazione addizionale (cfr. Relazione sulla Remunerazione 2018).

## **2.7 Eventuali componenti degli organi di amministrazione e di controllo, direttori generali e dirigenti di Atlantia coinvolti nell'Operazione**

Nell'Operazione non sono coinvolti, quali parti correlate, componenti del Consiglio di Amministrazione, membri del Collegio Sindacale, direttori generali e dirigenti di Atlantia, salvo quanto indicato nel presente Documento Informativo con riferimento alle posizioni ricoperte da alcuni consiglieri di Atlantia in Edizione.

## **2.8 Descrizione della procedura di approvazione dell'Operazione**

Come descritto nei precedenti paragrafi, l'Operazione ricade nell'ambito di applicazione della Procedura OPC in quanto "operazione con parte correlata di maggiore rilevanza". Pertanto, l'Operazione è stata approvata nel rispetto dell'*iter* procedimentale e della disciplina previsti dall'art 4.2 della Procedura OPC.

Per quanto riguarda l'attività del Comitato Indipendenti Atlantia, quest'ultimo è stato coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria dell'Operazione attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo di informazioni e documenti relativi all'Operazione.

Il Comitato ha sin da subito individuato lo Studio Gualtieri e Leonardo quali esperti indipendenti ai quali conferire l'incarico di rilasciare i pareri sui termini economici dell'Operazione e lo Studio Legale Carbonetti e Associati per l'assistenza legale, previa verifica dell'indipendenza e dell'assenza di conflitti di interessi.

Il Comitato Indipendenti Atlantia ha inoltre richiesto le informazioni ritenute opportune e formulato osservazioni ai soggetti incaricati delle trattative ed ha inoltre assistito alle negoziazioni tra il *management* della Società e di Edizione. In particolare, il Comitato ha formulato le proprie osservazioni in relazione a taluni aspetti specifici della Lettera. Peraltro, all'esito delle trattative, molte delle osservazioni del Comitato sono state accolte e riflesse nell'*addendum* (integrativo della Lettera) trasmesso da Edizione il 23 marzo 2018; ciò ha consentito un miglioramento complessivo della posizione di Atlantia.

L'informativa ricevuta dal Comitato ha avuto ad oggetto le modalità esecutive e le condizioni previste per la realizzazione dell'Operazione, il procedimento valutativo seguito per la definizione del Corrispettivo nonché gli interessi e le motivazioni sottostanti l'Operazione. Il Comitato è stato inoltre informato dell'esito del processo di selezione effettuato da Mediobanca relativo alla verifica circa la disponibilità di taluni investitori a presentare eventuali manifestazioni di interesse per l'acquisto della Partecipazione.

In particolare, il lavoro di Mediobanca (che comunque andrà avanti fino al 16 aprile 2018, data prevista nella Lettera per l'esercizio dell'Opzione Put) si è articolato come segue:

1. selezionare un gruppo di primari investitori internazionali industriali e finanziari potenzialmente interessati all'Operazione;
2. sondare il potenziale interesse delle controparti selezionate;
3. predisporre una lettera di procedura contenente i requisiti, la modalità e la tempistica per la presentazione di un'offerta relativa all'Operazione e trasmettere la stessa alle controparti interessate (la "**Process Letter**");
4. gestire le interlocuzioni con le controparti selezionate al fine di ricevere le relative offerte e *feedback*;
5. predisporre un documento di sintesi a beneficio del Consiglio di Amministrazione di Atlantia in merito all'attività svolta, al fine di supportare il Consiglio nella decisione in merito all'esercizio dell'Opzione di Acquisto e nella selezione della migliore offerta.

Specificamente, Mediobanca ha predisposto e inviato a 12 investitori la Process Letter. In risposta alla Process Letter, sono arrivate a Mediobanca: (i) la Lettera; (ii) una manifestazione di interesse da parte di un investitore istituzionale statunitense contenente un'offerta di prezzo per azione fino ad Euro 22,50 (manifestazione tuttavia non vincolante e soggetta a *confirmatory due diligence* ed all'accordo sulla documentazione finale); e (iii) una generica manifestazione di inte-

resse da parte di un altro investitore istituzionale statunitense – non formalizzata e comunque priva dell’indicazione del prezzo offerto – soggetta in ogni caso a *due diligence*.

Il Comitato si è riunito tre volte dal 21 marzo al 23 marzo 2018. Nel corso dell’ultima riunione, il Comitato ha approvato all’unanimità il Parere del Comitato relativo all’Operazione e, in particolare, all’accettazione della Lettera di Edizione.

L’Operazione è stata, quindi, approvata all’unanimità dei presenti dal Consiglio di Amministrazione di Atlantia in data 23 marzo 2018. In tale sede, gli amministratori hanno approvato l’Operazione con il voto favorevole di tutti i votanti (pari a tredici), in assenza di due amministratori. Nel medesimo contesto, come già detto, il Consiglio di Amministrazione di Atlantia ha altresì deliberato di esercitare l’Opzione Call, che costituisce l’antecedente logico-giuridico dell’Operazione.

Si segnala che, in sede di apertura della discussione consiliare sullo specifico punto all’ordine del giorno, hanno dichiarato di avere un interesse nell’Operazione - ai sensi dell’art. 2391 cod. civ. - gli amministratori Fabio Cerchiai (Presidente), Marco Patuano, Carlo Bertazzo, Elisabetta De Bernardi di Valserra e Valentina Martinelli in quanto soggetti che ricoprono incarichi di varia natura anche in Edizione. Tali ultimi amministratori non hanno anticipato nel corso della discussione la rispettiva dichiarazione di voto sull’Operazione ed hanno votato solo dopo che gli altri otto amministratori presenti avevano espresso il proprio voto favorevole sull’Operazione medesima (senza quindi incidere sull’esito della deliberazione che, nel momento in cui questi hanno votato, era già stata di fatto approvata dalla maggioranza dei presenti).

A supporto delle proprie decisioni, il Consiglio di Amministrazione di Atlantia si è avvalso di *advisor* di comprovata professionalità ed esperienza in questo tipo di operazioni e, in particolare, di:

- Equita per quanto riguarda l’esercizio dell’Opzione Call;
- Mediobanca per le attività relative al processo di selezione di investitori interessati alla Partecipazione.

**2.9 Se la rilevanza dell’Operazione deriva dal cumulo, ai sensi dell’articolo 5, comma 2, del Regolamento OPC di più operazioni compiute nel corso dell’esercizio con una stessa parte correlata, o con soggetti correlati sia a quest’ultima sia alla Società, le informazioni indicate nei precedenti punti devono essere fornite con riferimento a tutte le predette operazioni**

La fattispecie descritta non è applicabile all’Operazione.

\* \* \* \*

Il dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari Giancarlo Guenzi dichiara, ai sensi del comma 2 articolo 154-*bis* del Testo Unico della Finanza, che l’informativa finanziaria contenuta nel presente documento informativo corrisponde alle risultanze documentali, ai libri ed alle scritture contabili.

## ALLEGATI

- Parere del Comitato sull'interesse di Atlantia al compimento dell'Operazione nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale delle relative condizioni
- *Fairness Opinion* in merito alla congruità dal punto di vista finanziario del Corrispettivo



Roma, 23 marzo 2018

Ai componenti del Consiglio di Amministrazione  
di Atlantia S.p.A.

**Oggetto: Parere del Comitato degli Amministratori Indipendenti per le Operazioni con Parti Correlate ai sensi della Procedura per le Operazioni con Parti Correlate di Atlantia S.p.A.**

Egregi Signori,

facciamo riferimento alle seguenti circostanze:

- A. Atlantia S.p.A. ("**Atlantia**" o la "**Società**") ha sottoscritto in data 13 marzo 2018 un accordo (l' "**Accordo**") con Actividades de Construcción y Servicios S.A. ("**ACS**") e Hochtief AG ("**Hochtief**") avente ad oggetto un investimento congiunto attraverso un'offerta pubblica di acquisto su Abertis S.A. ("**Abertis**" e l' "**Acquisizione Abertis**");
- B. nell'ambito di tale Accordo, Atlantia ha il diritto di esercitare – per sé o per persona da nominare - una *call option* (l' "**Opzione Call**") entro il 23 marzo 2018 avente ad oggetto l'acquisizione di una quota pari al 29,9% (o al 34%) di Cellnex Telecom S.A. ("**Cellnex**") – detenuta da Abertis - ad un prezzo pari alla media dei prezzi di borsa nei sei mesi precedenti il *settlement* dell'Acquisizione Abertis e comunque non inferiore ad Euro 21,20 per azione e non superiore ad Euro 21,50 per azione (*cum dividend*) (il "**Prezzo dell'Opzione Call**");
- C. in seguito alla sottoscrizione dell'Accordo, Atlantia ha avviato, per il tramite di Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("**Mediobanca**"), un processo volto a sondare l'interesse degli investitori, individuati dalla stessa Mediobanca, ad acquisire tutte o parte delle azioni Cellnex oggetto dell'Opzione *Call*, al fine di valutare l'eventuale esercizio dell'Opzione *Call*;
- D. con lettera in data 20 marzo 2018, successivamente integrata in data 23 marzo 2018 (la "**Lettera**"), Edizione S.r.l. ("**Edizione**") ha comunicato la propria disponibilità a concedere ad Atlantia una *put option* (l' "**Opzione Put**") esercitabile entro il 16 aprile 2018 avente ad oggetto, *inter alia*, l'acquisto di una quota pari al 29,9% di Cellnex ad un prezzo pari al massimo dell'intervallo di valori di cui al Prezzo dell'Opzione *Call* (il "**Corri-**

**spettivo”** e, complessivamente, l'intera vicenda negoziale tra Atlantia ed Edizione sopra indicata l'“**Operazione**”);

- E. l'Operazione, secondo quanto indicato più dettagliatamente nel successivo paragrafo 2, si qualifica come operazione con parte correlata ai sensi del Regolamento Consob 17221/2010 (il “**Regolamento OPC**”) e dalla Procedura per le Operazioni con Parti Correlate di Atlantia approvata dal Consiglio di Amministrazione della Società nella riunione dell'11 novembre 2010 ed aggiornata, da ultimo, in data 15 dicembre 2017 (la “**Procedura**”) e, pertanto, il Comitato degli Amministratori Indipendenti per le Operazioni con parti correlate della Società (il “**Comitato**”) è tenuto a redigere un “*parere motivato*”, contenente, *inter alia*, le proprie valutazioni in riferimento all'Operazione.

A tal proposito, dunque, ai sensi della Procedura, formuliamo il seguente parere (il “**Parere**”).

#### **1. Termini e condizioni dell'Operazione**

La Lettera indica i seguenti elementi principali dell'Operazione:

- (a). l'Opzione *Put* ha ad oggetto il 29,9% di Cellnex (la “**Partecipazione**”);
- (b). il Corrispettivo è pari ad EUR 21,50 per singola azione Cellnex nonché complessivamente pari a circa EUR 1.489 milioni (*cum dividend*);
- (c). l'Opzione *Put* può essere esercitata da Atlantia entro il 16 aprile 2018 (fermo restando quanto indicato nei seguenti punti);
- (d). la Lettera e gli impegni ivi contenuti vengono automaticamente meno se non accettati da Atlantia entro il 23 marzo 2018 (e in ogni caso cesseranno di avere efficacia in caso di mancato esercizio dell'Opzione *Call* da parte di Atlantia);
- (e). entro il 4 aprile 2018, Atlantia dovrà comunicare per iscritto ad Edizione se, una volta completata l'Acquisizione Abertis, la stessa intenda vendere (o meno) la Partecipazione. Fino a tale termine o, se antecedente, fino all'invio di detta comunicazione, Atlantia non potrà cedere od impegnarsi a cedere la Partecipazione;
- (f). laddove Atlantia comunichi che non intende vendere la Partecipazione (o non comunichi alcunché entro il predetto termine del 4 aprile 2018), la stessa Atlantia manterrà il diritto di poter esercitare l'Opzione *Put* entro il 16 aprile 2018. In tal caso, Atlantia non potrà cedere od impegnarsi a cedere la Partecipazione nel periodo compreso tra l'invio della predetta comunicazione (o, in difetto, il 5 aprile 2018) e (a) l'acquisto della Partecipazione da

parte di Edizione (laddove Atlantia eserciti l'Opzione *Put*); o (b) la scadenza del dodicesimo mese successivo al completamento dell'Acquisizione Abertis (laddove Atlantia non eserciti l'Opzione *Put*);

- (g). di converso, nel caso in cui Atlantia comunichi che intende vendere la Partecipazione (dopo il completamento dell'Acquisizione Abertis), tale cessione potrà avvenire alle seguenti condizioni: (a) qualora Atlantia non riceva alcuna offerta vincolante da parte di terzi per l'intera Partecipazione entro il 16 aprile 2018, l'Opzione *Put* si intenderà esercitata da Atlantia *ipso facto* a tale data (e ciò comporterà che la Partecipazione dovrà essere ceduta ad Edizione al Corrispettivo); (b) qualora Atlantia riceva un'offerta vincolante da parte di terzi per l'intera Partecipazione entro il 16 aprile 2018 per un prezzo non superiore ad EUR 22,20 per azione Cellnex, l'Opzione *Put* si intenderà esercitata da Atlantia *ipso facto* a tale data (e ciò comporterà che la Partecipazione dovrà essere ceduta ad Edizione al Corrispettivo); (c) qualora Atlantia riceva un'offerta vincolante da parte di terzi per l'intera Partecipazione entro il 16 aprile 2018 per un prezzo superiore ad EUR 22,20, Atlantia ne dovrà dare tempestiva comunicazione ad Edizione, la quale avrà il diritto di acquistare la Partecipazione ad un prezzo almeno pari a quello offerto dal terzo acquirente (c.d. *right to match*);
- (h). fermo restando l'ammontare del Corrispettivo, (a) qualora, nei 12 mesi successivi all'esecuzione della compravendita della Partecipazione, Edizione promuova un'OPA sul 100% del capitale di Cellnex ad un prezzo superiore al Corrispettivo, Edizione riconoscerà ad Abertis un'integrazione del Corrispettivo relativo alla Partecipazione in misura pari alla differenza, se positiva, tra il prezzo per azione dell'OPA ed il Corrispettivo (incrementato *pro rata temporis* di un IRR pari all'8% su base annua e aggiustato per tenere conto dell'eventuale pagamento di dividendi e di altri fattori di aggiustamento di comune applicazione nella prassi finanziaria); e (b) qualora, nei 12 mesi successivi all'esecuzione della compravendita della Partecipazione, Edizione ceda a terzi tutta o parte della Partecipazione ad un prezzo superiore al Corrispettivo, Edizione riconoscerà ad Abertis un'integrazione del Corrispettivo in misura pari alla differenza, se positiva, tra tale prezzo ed il Corrispettivo (incrementato *pro rata temporis* di un IRR pari all'8% su base annua e aggiustato per tenere conto dell'eventuale pagamento di dividendi e di altri fattori di aggiustamento di comune applicazione nella prassi finanziaria) per il corrispondente numero di azioni cedute da Edizione alla parte terza (clausole di c.d. *earn-out* simmetriche agli analoghi impegni - di seguito menzionati - assunti da Atlantia in favore di Abertis nell'ambito dell'Accordo).

La Lettera presenta altresì i seguenti ulteriori termini e condizioni:

- (i). nel caso in cui si perfezioni la compravendita della Partecipazione da parte di Edizione, quest'ultima riconoscerà ad Atlantia: (a) il diritto (personale ed incedibile) di co-investire in Cellnex, acquistando fino al 20% della Partecipazione (corrispondente al 6% circa del capitale di Cellnex) ovvero, come sarà concordato tra le parti, del 20% del veicolo che deterrà la Partecipazione (la "**Società Veicolo**"), entro il secondo anno successivo al perfezionamento della suddetta compravendita, ad un prezzo per azione Cellnex pari al maggiore tra (i) l'allora *fair market value* dell'azione Cellnex e (ii) un prezzo che consenta ad Edizione di realizzare, al momento della cessione ad Atlantia, un IRR pari al 10% sul prezzo di acquisto unitario pagato da Edizione; fermo restando che in caso di co-investimento, Atlantia sarà soggetta ad un periodo di *lock-up* triennale e saranno garantiti ad Atlantia diritti di *governance* proporzionati all'entità dell'investimento; (b) un "diritto di prima offerta" e un "diritto di prelazione", ai sensi dei quali, qualora – decorso un primo periodo di 12 mesi dalla data di esecuzione della compravendita della Partecipazione, durante il quale Edizione potrà individuare dei co-investitori per quote di minoranza della Partecipazione o della Società Veicolo – Edizione o la Società Veicolo intendano cedere, in tutto o in parte, la Partecipazione (ovvero, quanto a Edizione, le quote della Società Veicolo) entro i sette anni successivi all'esecuzione della compravendita, Atlantia potrà presentare una prima offerta vincolante di acquisto della Partecipazione, delle quote della Società Veicolo ovvero, nel caso in cui a cedere la Partecipazione sia la stessa Società Veicolo, di una frazione della Partecipazione oggetto di cessione proporzionale alla partecipazione di Edizione nel capitale della Società Veicolo (la "**Quota in Vendita**"), a seguito della quale: (i) nel caso in cui Edizione o la Società Veicolo ricevano un'offerta vincolante da un compratore terzo per la Quota in Vendita ad un prezzo non superiore di almeno il 3% rispetto a quello proposto da Atlantia, ovvero non ricevano alcuna offerta vincolante per la Quota in Vendita, per i 6 mesi successivi Edizione o la Società Veicolo potranno cedere la Quota in Vendita esclusivamente ad Atlantia, al prezzo proposto da Atlantia nella prima offerta; e (ii) qualora Edizione o la Società Veicolo ricevano un'offerta vincolante da un compratore terzo per la Quota in Vendita ad un prezzo superiore di più del 3% rispetto a quello proposto da Atlantia, Edizione ne dovrà dare tempestiva comunicazione ad Atlantia, la quale avrà il diritto di acquistare la Quota in Vendita ad un prezzo almeno pari a quello offerto dal terzo acquirente, dandone comunicazione ad Edizione e, se del caso, alla Società Veicolo;



- (j). entro la fine del terzo mese dal *settlement* dell'Acquisizione Abertis, Atlantia dovrà far sì che Abertis abbia ceduto (ovvero nel caso in cui Atlantia si avvalga dell'opzione di incrementare la partecipazione oggetto di acquisto nell'ambito dell'Opzione *Call* al 34% del capitale, Atlantia dovrà aver ceduto) il rimanente 4,1% del capitale di Cellnex a parti non correlate di Atlantia;
- (k). essendo interesse di Edizione che la partecipazione non venga diluita e che, pertanto, Abertis partecipi *pro quota* ai relativi aumenti di capitale qualora gli stessi avvengano prima dell'acquisizione della Partecipazione da parte di Edizione, quest'ultima si impegna ad acquistare, al prezzo di emissione, insieme alla Partecipazione, anche tutte le azioni Cellnex acquistate da Abertis mediante sottoscrizione *pro quota* di uno o più aumenti di capitale; tuttavia, nel caso in cui Cellnex richieda ai suoi soci un aumento di capitale nel periodo intercorrente tra la data di accettazione della proposta di Edizione ed il *settlement* dell'Acquisizione Abertis e questo non venga integralmente sottoscritto da Abertis per il suo *pro quota*, il Corrispettivo dovrà essere modificato di comune accordo tra le parti, adottando le metodologie standard di aggiustamento prezzo a seguito di aumenti di capitale, fermo restando che, con riferimento a tale ultimo aggiustamento di prezzo, Edizione si impegna a mantenere indenne Atlantia da qualsiasi controversia possa nascere.

## **2. Rapporto di correlazione tra le società coinvolte nell'Operazione**

Edizione, tramite Sintonia S.p.A., detiene una partecipazione del 30,25% nel capitale sociale di Atlantia.

Tale rapporto partecipativo denota l'esistenza di una correlazione tra Atlantia (da un lato) ed Edizione (dall'altro lato).

Ai sensi dell'art. 2.1 della Procedura, per "Parte Correlata" si intende, infatti, un soggetto che: "a) *direttamente, o indirettamente, anche attraverso Società Controllate (come definite di seguito), fiduciari o interposte persone: i Controlla la Società, ne è Controllato, o è sottoposto a comune Controllo; ii detiene una partecipazione nella Società tale da poter esercitare un'Influenza Notevole su quest'ultima; iii esercita Controllo Congiunto sulla Società; b) è una Società Collegata [...] della Società; c) è una Joint Venture [...] in cui la Società è una partecipante; d) è uno dei Dirigenti con Responsabilità Strategiche della Società o della sua controllante; e) è uno Stretto Familiare [...] di uno dei soggetti di cui alle precedenti lettere a) o d); f) è un'entità nella quale uno dei soggetti di cui alle lettere (d) o (e) esercita il Controllo, il Controllo Congiunto o l'Influenza Notevole o detiene, direttamente o indirettamente, una quota significativa, comunque non inferiore al 20%, dei diritti di voto; g) è un fondo pensionistico*

*complementare, collettivo o individuale, italiano o estero, costituito a favore dei dipendenti della Società, o di una qualsiasi altra entità ad essa correlata”.*

Ne segue che, ai sensi della Procedura, l’Operazione si configura come un’operazione con parte correlata.

L’Operazione è altresì (un’operazione con parti correlate) “*di maggiore rilevanza*”, posto che il Corrispettivo supera la soglia del 5% prevista dalla Procedura in relazione al c.d. indice di rilevanza del controvalore, per tale intendendosi, ai sensi dell’art. 2.1 della Procedura, il rapporto tra il controvalore dell’operazione e il patrimonio netto tratto dal più recente stato patrimoniale consolidato pubblicato dalla Società ovvero, se maggiore, la capitalizzazione della Società rilevata alla chiusura dell’ultimo giorno di mercato aperto compreso nel periodo di riferimento del più recente documento contabile periodico pubblicato.

### **3. Sintesi delle attività svolte dal CAI OPC**

Il Comitato è stato incaricato di svolgere i compiti previsti dalla Procedura con riferimento all’Operazione in data 20 marzo 2018.

A partire da tale data, il Comitato ha tenuto tre riunioni nel corso delle quali ha, fra l’altro:

- a) verificato la sussistenza dei requisiti di applicazione della Procedura e di qualificazione dell’Operazione come di maggiore rilevanza;
- b) svolto le verifiche relative ai profili di non correlazione dei propri componenti;
- c) incaricato i propri *advisor* legale e finanziari (rispettivamente, lo Studio Legale Carbonetti e Associati (“**Studio Carbonetti**” o “**Advisor Legale**”), lo Studio Gualtieri e Associati (“**Studio Gualtieri**”) e Leonardo & Co. S.p.A. (“**Leonardo**” e, insieme allo Studio Gualtieri, gli “**Advisor Finanziari**”)), a seguito delle opportune verifiche in tema di indipendenza ed assenza di conflitto di interessi in capo ad essi;
- d) incontrato il *management* della Società;
- e) espresso il presente Parere.

In particolare, una specifica attenzione è stata rivolta alle attività di verifica dell’indipendenza di tali *advisor*, che è stata accertata, con l’assistenza delle strutture interne della Società, sulla base delle specifiche dichiarazioni di indipendenza e di assenza di conflitti di interesse che detti *advisor* hanno reso.

L’assistenza dello Studio Gualtieri, di Leonardo e dello Studio Carbonetti è stata realizzata sia attraverso la partecipazione dell’*Advisor Legale* e degli *Advisor Finanziari*

alle riunioni del Comitato, sia attraverso la prestazione di servizi di assistenza e consulenza – ciascuno per la propria area di competenza – in relazione ad ogni attività preparatoria, strumentale ed esecutiva dell’Operazione per le quali fosse responsabile il Comitato.

Ai fini dello svolgimento di dette attività, il Comitato è stato coinvolto nella fase delle trattative e nella fase istruttoria dell’Operazione attraverso la ricezione di un flusso informativo completo e tempestivo di informazioni e documenti.

Inoltre, il Comitato ha potuto richiedere chiarimenti e formulare osservazioni al *management* incaricato della conduzione delle trattative.

In particolare, in primo luogo, il Comitato è stato informato dell’esito del processo di selezione effettuato da Mediobanca relativo alla verifica circa la disponibilità di taluni investitori a presentare eventuali manifestazioni di interesse per l’acquisto della Partecipazione<sup>1</sup>.

Specificamente, Mediobanca ha predisposto e inviato a 12 investitori una *process letter*. In risposta alla *process letter*, sono arrivate a Mediobanca: (i) la Lettera; (ii) una manifestazione di interesse da parte di un investitore istituzionale statunitense contenente un’offerta di prezzo per azione fino ad Euro 22,50 (manifestazione tuttavia non vincolante e soggetta a *confirmatory due diligence* ed all’accordo sulla documentazione finale); e (iii) una generica manifestazione di interesse da parte di un altro investitore istituzionale statunitense – non formalizzata e comunque priva dell’indicazione del prezzo offerto – soggetta in ogni caso a *due diligence*.

In secondo luogo, il Comitato ha formulato le proprie osservazioni al *management* che conduceva le trattative con Edizione in relazione a taluni aspetti specifici della Lettera. Peraltro, all’esito delle trattative, molte delle osservazioni del Comitato sono state accolte e riflesse nell’*addendum* alla Lettera trasmesso da Edizione il 23 marzo 2018<sup>2</sup>. Le modifiche ed integrazioni apportate alla Lettera da parte di Edizione sono state considerate positivamente dal Comitato per le valutazioni di competenza, tenuto anche conto del fatto che, sempre in data 23 marzo 2018, Atlantia, ACS ed Hochtief hanno concordato, nell’ambito di un’intesa integrativa delle precedenti, talune previsioni ai sensi delle quali Hochtief si è impegnata a fare quanto nella sua capacità affinché: (i) dopo il

---

<sup>1</sup> In particolare, il lavoro di Mediobanca si è articolato come segue: 1. selezionare un gruppo di primari investitori internazionali industriali e finanziari potenzialmente interessati all’Operazione; 2. sondare il potenziale interesse delle controparti selezionate; 3. predisporre una lettera di procedura contenente i requisiti, la modalità e la tempistica per la presentazione di un’offerta relativa all’Operazione e trasmettere la stessa alle controparti interessate; 4. gestire le interlocuzioni con le controparti selezionate al fine di ricevere le relative offerte e *feedback*; 5. predisporre un documento di sintesi a beneficio del Consiglio di Amministrazione di Atlantia in merito all’attività svolta, al fine di supportare il Consiglio nella decisione in merito all’esercizio dell’Opzione di Acquisto e nella selezione della migliore offerta.

<sup>2</sup> I contenuti dell’*addendum* sono stati anticipati dal *management* di Edizione nel corso della riunione del Comitato tenutasi il 23 marzo 2018 e formalizzati subito dopo sempre nel corso della medesima riunione.

*settlement* dell'Acquisizione Abertis, quest'ultima proceda alla cessione del restante 4,1% del capitale sociale di Cellnex così da ridurre la complessiva partecipazione detenuta al 29,9%; (ii) Abertis sottoscriva eventuali aumenti di capitale di Cellnex nel periodo compreso tra il *settlement* dell'Acquisizione Abertis e la cessione della Partecipazione a condizione che, su richiesta, Atlantia fornisca la relativa provvista.

#### 4. Valutazioni sulla congruità dell'Operazione

Come già riportato, il Comitato ha deciso di avvalersi degli *Advisor* Finanziari, a cui ha affidato la predisposizione di due *fairness opinion* (rispettivamente, la "**Fairness Opinion Gualtieri**" e la "**Fairness Opinion Leonardo**" nonché, congiuntamente, le "**Fairness Opinion**"), relative alla congruità del Corrispettivo offerto da Edizione e della correttezza dei termini e condizioni previsti nella Lettera, a supporto del presente Parere.

In particolare, la *Fairness Opinion Gualtieri* "*contiene una valutazione [...] in termini di correttezza sostanziale delle condizioni economiche*" della Lettera. A tal proposito, la *Fairness Opinion Gualtieri* dà preliminarmente atto della circostanza che, fino alla data del rilascio del presente Parere, non sono pervenute ad Atlantia ulteriori proposte vincolanti, diverse dalla Lettera, di talché risulta preclusa l'opportunità di procedere ad una valutazione comparativa di eventuali offerte concorrenti.

Tanto premesso, la *Fairness Opinion Gualtieri*, una volta prospettate le possibili alternative a disposizione di Atlantia derivanti dalla struttura delle clausole contenute nella Lettera ed individuate le uniche due "*economicamente razionali*" dal punto di vista di Atlantia (ossia, da un lato, il mancato esercizio dell'Opzione *Call* e, dall'altro lato, il congiunto esercizio dell'Opzione *Call* e dell'Opzione *Put*), valuta se il Corrispettivo "*riflette le condizioni di mercato*".

A tal riguardo, sulla base (i) dell'esame dell'andamento sul mercato del titolo Cellnex (anche rispetto all'indice di riferimento del mercato spagnolo); (ii) del confronto dei dati di bilancio e borsistici rispetto a "*società comparabili*"; e (iii) dell'analisi dei multipli, la *Fairness Opinion Gualtieri* conclude che il Corrispettivo "*è sostanzialmente corretto dal punto di vista di Atlantia*".

Inoltre, la *Fairness Opinion Gualtieri*, proseguendo nel "*processo valutativo delle condizioni economiche offerte da Edizione*" e misurando "*l'effetto che si produce per Atlantia in base alle modalità e alle condizioni di esercizio dell'Opzione Put*", tenuto anche conto dell'opportunità per Atlantia "*di re-investire acquisendo in trasparenza il 6% circa del capitale di Cellnex*", conclude che "*non v'è discussione sulla convenienza di accettare la proposta di Edizione, che è l'unica esistente*".

La *Fairness Opinion Leonardo*, invece, si concentra, più specificamente, sulla congruità del Corrispettivo.



A tal proposito, può in breve riferirsi che la *Fairness Opinion* Leonardo si è basata sull'impiego delle seguenti metodologie: (i) esame dei valori di mercato delle azioni Cellnex; (ii) *discounted cash flows*; e (iii) analisi dei multipli in relazione a società *competitor* confrontabili con Cellnex; tale *Fairness Opinion* Leonardo ha quindi concluso espressamente ritenendo che “*the Consideration to be received by the Company in the Transaction is fair to the Company from a financial point of view*”.

Pertanto, a seguito delle elaborazioni degli *Advisor* Finanziari, riflesse nelle *Fairness Opinion*, sulla base del confronto ragionato degli esiti ottenuti dall'applicazione delle metodologie di valutazione sopra indicate, pare emergere che il Corrispettivo offerto da Edizione appare congruo e i termini e condizioni previsti nella Lettera appaiono sostanzialmente corretti nei confronti di Atlantia.

#### **5. L'interesse sociale all'esecuzione dell'Operazione nonché la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni**

Fermo restando quanto osservato al precedente paragrafo 4 in merito alla congruità dell'Operazione, quest'ultima, secondo quanto riferito dal *management* della Società, realizza l'interesse di Atlantia, nella prospettiva della complessiva attuazione dell'Accordo con ACS e Hochtief ai fini dell'Acquisizione Abertis. Infatti, la cooperazione con tali soggetti ed il raggiungimento di soluzioni condivise tra tutti gli attori in campo in merito alla predetta acquisizione Abertis, consentiranno la creazione di una *partnership* globale tra società *leader* mondiali nella costruzione di infrastrutture complesse e nella gestione di concessioni. In tale contesto, l'Operazione consente di dare certezza, sia nei tempi sia nel valore, al processo di cessione della Partecipazione nel più ampio ambito dell'Accordo.

In particolare, l'attribuzione ad Atlantia dell'Opzione *Call* in merito alla Partecipazione in Cellnex contemperava le diverse esigenze di *business* dei due *player*, Atlantia ed Hochtief: infatti, per un verso, agevolava per la prima le trattative con la seconda relative all'Accordo, posto che quest'ultima aveva da subito annunciato (nel contesto dell'OPA su Abertis) l'intenzione di vendere detta Partecipazione; e, dall'altro lato, consentiva alla Società di essere in grado di determinare le condizioni di vendita della Partecipazione, potendo eventualmente contemplare anche il possibile diritto di riacquisto della stessa in caso di successiva rivendita a terzi<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> In relazione alle intenzioni di Atlantia sulla medesima partecipazione si ricorda che, nel Folleto Esplicativo - pubblicato in relazione all'OPA su Abertis annunciata nel maggio 2017 - la Società ha precisato di non voler promuovere un'OPA su Cellnex e che, al momento opportuno, avrebbe valutato la cessione di partecipazioni in Cellnex al fine di non promuovere detta OPA (“*Atlantia no tiene intención de realizar, directa o indirectamente, una oferta obligatoria de compra sobre Cellnex. En el momento correspondiente, Atlantia considerará la enajenación de participaciones en Cellnex que sean adecuadas a estos efectos*”).

Inoltre, la possibilità di dismissione della stessa al corrispettivo rilevante di circa EUR 1,5 mld, unitamente alla considerazione relativa al conseguente alleggerimento della posizione finanziaria consolidata nonché alla facoltà di eventuale reingresso, a determinate condizioni, nel capitale di Cellnex consentono di qualificare l'Opzione *Call*, secondo l'opinione del *management*, come un'opportunità di investimento per la Società.

In tale contesto, la Lettera di Edizione rappresenta un utile meccanismo di ausilio per Atlantia nel decidere se avvalersi (o meno) dell'opportunità di investimento rappresentata proprio dall'Opzione *Call*. Infatti, posto che il fattore tempo è fondamentale per questo tipo di valutazione, anche in considerazione della serrata cronosequenza complessiva dell'operazione, l'Opzione *Put* consente ad Atlantia di avere a disposizione un certo periodo di tempo (fino al 16 aprile 2018) per poter verificare l'esistenza di eventuali acquirenti alternativi, in ipotesi maggiormente remunerativi, mantenendo intatta la possibilità di disinvestire alle condizioni di cui alla Lettera, designando Edizione.

La Lettera, infatti, consente la messa in sicurezza dell'operazione posto che dà (i) certezza alla Società sulla dismissione di un rilevante *asset*, consentendo un miglioramento della struttura finanziaria dell'operazione complessiva e (ii) la possibilità di decidere in un secondo tempo, qualora ciò risponda ad un interesse di Atlantia, di co-investire con Edizione nel capitale di Cellnex che ha avviato ed intende proseguire un processo di progressivo consolidamento a livello europeo.

Fermo restando quanto già osservato in merito alla convenienza per Atlantia nella conclusione dell'Operazione, il Comitato ritiene altresì sussistente il profilo della correttezza sostanziale delle condizioni di cui alla Lettera.

In primo luogo, la fissazione di un corrispettivo di EUR 21,50 per singola azione Cellnex, pari cioè al massimo dell'intervallo di valori contemplato nell'Accordo, al di là della relativa congruità, come attestata dagli *Advisor* Finanziari, consente altresì ad Atlantia di eliminare del tutto l'ipotetico rischio di dover far fronte ad un esborso pari all'eventuale differenziale tra il predetto importo ed il Prezzo dell'Opzione *Call* (in tesi maggiore) che sarà effettivamente pagato ad Abertis.

In secondo luogo, la presenza di una clausola di c.d. *earn-out*, simmetrica a quella prevista nell'Accordo – tale per cui, in caso di successiva rivendita a terzi della Partecipazione, Edizione si impegna a versare ad Abertis la differenza tra il Corrispettivo e l'eventuale maggior prezzo ottenuto attraverso la predetta rivendita – consente alla Società di rimanere indenne rispetto all'omologa obbligazione sulla stessa gravante.

In terzo luogo, le clausole “accessorie” – *in primis* la facoltà di successivo co-investimento – rappresentano per la Società delle opportunità di poter beneficiare di opzionalità strategiche a medio e lungo termine e, dunque, in principio, valutabili favorevolmente per Atlantia, benché debba rimanere fermo che, al momento, il Comitato può

manifestare esclusivamente un giudizio qualitativo di ragionevolezza, mentre lo stesso sarà tenuto ad esprimersi nel merito, rilasciando apposito parere, al momento dell'esecuzione delle relative pattuizioni negoziali.

Inoltre, quanto al previsto impegno di Atlantia a far sì che Abertis ceda la restante partecipazione del 4,1% di Cellnex, il Comitato ha verificato l'assunzione di un obbligo da parte di Hochtief nei confronti di Atlantia di compiere quanto nella sua capacità affinché Abertis proceda a tale cessione dopo il *settlement* dell'Acquisizione Abertis così da ridurre la complessiva partecipazione detenuta in Cellnex al 29,9%. L'impegno assunto da Atlantia nella Lettera appare quindi sostanzialmente neutro alla luce della predetta obbligazione in capo ad Hochtief.

Infine, con riferimento agli ulteriori termini relativi ad eventuali aumenti di capitale di Cellnex, Atlantia ha ottenuto, per un verso, da ACS ed Hochtief l'impegno di quest'ultima a fare quanto nella sua capacità affinché Abertis sottoscriva tali aumenti e, per altro verso, l'impegno di Edizione ad acquistare al prezzo di emissione anche le nuove azioni sottoscritte da Abertis ed a mantenere indenne Atlantia da qualsiasi controversia relativa a tale vicenda.

## 6. Conclusioni

Il Comitato:

- esaminati i termini e le condizioni dell'Operazione, come sopra richiamati;
- analizzate le valutazioni effettuate dagli *Advisor* Finanziari quanto agli aspetti valutativi e finanziari;
- preso atto delle *Fairness Opinion*;

alla luce di quanto precede, e per quanto di propria competenza, esprime all'unanimità il proprio parere favorevole circa la sussistenza di un interesse della Società all'accettazione della Lettera, sulla base dei termini indicati dal *management*, nonché sulla convenienza e sulla correttezza sostanziale dei termini e delle condizioni anzidetti.

\* \* \* \*

Restando a disposizione per ogni chiarimento in merito a quanto sopra, si porgono distinti saluti.

Per il Comitato, il Presidente del Comitato

  
(ing. Giuliano Mari)

# GUALTIERI & ASSOCIATI

ADVISORY FIRM

PROF. AVV. PAOLO GUALTIERI

ORDINARIO DI ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI  
ALL'UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO

*Spettabile*  
**Comitato Amministratori Indipendenti**  
**per le Operazioni con Parti Correlate di**  
**ATLANTIA s.p.a.**

*Milano, 22 marzo 2018*

*Egregi signori,*

*come richiesto nell'incarico conferitoci per le finalità delle previsioni di cui all'articolo 8 del regolamento della Consob recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, Vi rappresentiamo la nostra opinione sulle condizioni economiche della proposta contrattuale inviata ad Atlantia da Edizione, definita "lettera di supporto e backing per Atlantia relativamente a Cellnex" e datata 20 marzo.*

## **Lo scenario**

*Nell'ambito dell'accordo con Actividades de Construcción Y Servicios S.A. (ACS) e Hochtief AG (Hochtief) per l'acquisizione di Abertis S.A. (Abertis) è stata attribuita ad Atlantia un'opzione per l'acquisto di una partecipazione del 29,9% detenuta da Abertis nel capitale di Cellnex Telecom S.A. (Cellnex) – società leader in Europa nel settore delle infrastrutture per le telecomunicazioni, con un portafoglio totale di più di 27.000 torri site principalmente in Spagna e in Italia, le cui azioni sono quotate nel mercato continuo della Borsa spagnola dal maggio 2015 – da esercitare entro il 23 marzo 2018 ad un prezzo (il Corrispettivo) pari alla media ponderata per i volumi dei 6 mesi precedenti alla data di regolamento dell'offerta pubblica di Hochtief su Abertis (Offerta Abertis) con un prezzo minimo pari a € 21,2 per azione Cellnex e un prezzo massimo pari a € 21,50 per azione Cellnex da aggiustarsi in relazione ai dividendi che fossero nel frattempo distribuiti (l'Opzione Call Cellnex).*

*Atlantia ha il diritto di designare un terzo quale acquirente e potrà farlo, a quanto ci è stato riferito, anche dopo l'eventuale esercizio del diritto di acquisto e, ovviamente, prima dell'esecuzione della compravendite, sebbene questo maggior termine non risulti in maniera esplicita nelle clausole contrattuali sottoposte al nostro esame.*

*Qualora, nei 12 mesi successivi all'acquisto della partecipazione in Cellnex per effetto dell'esercizio dell'Opzione Call Cellnex (di seguito la Partecipazione Cellnex), Atlantia, o l'acquirente designato, lanci un'offerta pubblica sul 100% del capitale di Cellnex o ceda la Partecipazione Cellnex in tutto o in parte a terzi ad un prezzo per azione più elevato del Corrispettivo, dovrà corrispondere ad Abertis la differenza di prezzo (con aggiustamento per i dividendi e per il tempo intercorso ad un tasso dell'8%) commisurata alla Partecipazione Cellnex o, in caso di cessione parziale a terzi, commisurata al numero di azioni Cellnex cedute (Earn-out).*

*Edizione ha proposto ad Atlantia, in caso quest'ultima eserciti l'Opzione Call Cellnex, di concederle il diritto di vendere la Partecipazione Cellnex (il Diritto di put)<sup>1</sup>, da esercitarsi entro il 16 aprile 2018. L'esercizio del Diritto di put dovrà avvenire mediante la designazione di Edizione (o di una società veicolo da essa direttamente o indirettamente controllata) quale acquirente della Partecipazione Cellnex alle stesse condizioni e con gli stessi impegni previsti per l'Opzione Call Cellnex, ivi compreso il Corrispettivo.*

*Atlantia dovrà comunicare a Edizione entro il 4 aprile 2018 se, una volta completata l'Offerta Abertis, intenda procedere a una vendita della Partecipazione Cellnex (a tal fine è stata condotta da Mediobanca una procedura volta a verificare l'interesse di selezionate controparti ad acquistare una quota di Cellnex).*

*Qualora Atlantia comunichi che non intende vendere, o non comunichi alcunché, essa manterrà la facoltà di esercitare il Diritto di Put fino alla scadenza del 16 aprile 2018 ma non potrà cedere, né impegnarsi a cedere, la Partecipazione Cellnex sino alla scadenza del 12° mese*

---

<sup>1</sup> La partecipazione oggetto dell'Opzione Call Cellnex può essere, per scelta di Atlantia o del soggetto designato da effettuare entro 10 giorni dalla data di regolamento dell'Offerta Abertis, accresciuta al 34%, corrispondente alla quota del capitale di Cellnex complessivamente posseduta da Abertis. Il Diritto di Put è riferito a una partecipazione del 29,9% e la proposta di Edizione prevede che, entro la fine del 3° mese dal regolamento dell'Offerta Abertis, Atlantia debba cedere, qualora abbia esercitato il diritto di incrementare al 34% la partecipazione oggetto di acquisto nell'ambito dell'Opzione Call Cellnex, o, qualora non abbia

*successivo al completamento dell'Offerta Abertis.*

*Qualora Atlantia comunichi che intende vendere la Partecipazione Cellnex, la cessione dovrà avvenire nel rispetto delle seguenti condizioni*

- *se entro il 16 aprile 2018 Atlantia dovesse ricevere un'offerta vincolante per l'intera Partecipazione Cellnex da un compratore terzo per un prezzo non superiore di almeno il 10% rispetto al Corrispettivo, il Diritto di Put si intenderà automaticamente esercitato da Atlantia a tale data e la Partecipazione Cellnex dovrà essere venduta a Edizione al Corrispettivo originariamente previsto;*
- *se entro il 16 aprile 2018 Atlantia dovesse ricevere un'offerta vincolante per l'intera Partecipazione Cellnex da un compratore terzo per un prezzo superiore per più del 10% rispetto al Corrispettivo, ne darà comunicazione a Edizione che avrà il diritto, da esercitare comunicandolo entro 5 giorni lavorativi, di acquistare la Partecipazione Cellnex ad un prezzo almeno pari a quello offerto dal terzo acquirente;*
- *se entro il 16 aprile Atlantia non dovesse ricevere alcuna offerta vincolante, il Diritto di Put si intenderà automaticamente esercitato da Atlantia a tale data.*

*Qualora, per effetto delle anzidette previsioni, avvenga la vendita della Partecipazione Cellnex (la Cessione) da Atlantia a Edizione, quest'ultima riconoscerà ad Atlantia:*

- *il diritto (personale e incedibile) di co-investire in Cellnex, acquistando fino al 20% della Partecipazione Cellnex, entro il secondo anno successivo alla data di esecuzione della Cessione, ad un prezzo per azione Cellnex pari al maggiore tra l'allora fair market value dell'azione Cellnex e un prezzo che consenta a Edizione di realizzare, al momento del co-investimento di Atlantia, un IRR pari al 10% sul prezzo di acquisto unitario pagato da Edizione; qualora Atlantia eserciti il diritto di co-investimento sarà soggetta a un vincolo di lock-up triennale e le saranno garantiti diritti di governance proporzionati all'entità del suo investimento;*
- *un "diritto di prima offerta" e un "diritto di prelazione" in base ai quali, ove Edizione*

---

esercitato detto diritto, far sì che Abertis abbia ceduto il rimanente 4,1% del capitale di Cellnex a parti non correlate di Atlantia.

*intenda cedere la maggioranza della Partecipazione Cellnex (la Quota di Controllo) entro i 3 anni successivi all'esecuzione della Cessione, Atlantia potrà presentare una prima offerta vincolante di acquisto della Quota di Controllo a seguito della quale:*

- *qualora Edizione riceva un'offerta vincolante per la Quota di Controllo da un compratore terzo ad un prezzo non superiore di almeno il 10% rispetto a quello proposto da Atlantia o non riceva alcuna offerta vincolante, per i 6 mesi successivi Edizione potrà cedere la Quota di Controllo esclusivamente ad Atlantia al prezzo da essa proposto nella prima offerta;*
- *qualora Edizione riceva un'offerta vincolante per la Quota di Controllo da un compratore terzo ad un prezzo superiore di più del 10% rispetto a quello proposto da Atlantia, ne darà comunicazione ad Atlantia che avrà il diritto, da esercitare comunicandolo entro 5 giorni lavorativi, di acquistare la Quota di Controllo a un prezzo almeno pari a quello offerto dal terzo acquirente.*

*Essendo Edizione una parte correlata di Atlantia, il Comitato Amministratori Indipendenti per le Operazioni con Parti Correlate di Atlantia (di seguito il Comitato), alla luce della rilevanza della possibile operazione di investimento in Cellnex che determinerebbe un esborso di circa 1,5 miliardi, ci ha chiesto di esaminare le condizioni economiche della proposta di Edizione.*

### **Attività svolta e documenti esaminati**

*Per lo svolgimento dell'incarico relativamente al tema del presente parere abbiamo esaminato i seguenti documenti:*

- 1) documento “Term Sheet – ” del 13 marzo 2016, sottoscritto da Atlantia, ACS e Hochtief;
- 2) documento “Re: – Lettera di support e backing per Atlantia relativamente a Cellnex” del 20 marzo 2018, sottoscritto da Edizione;
- 3) documento “ – Process Letter” del marzo 2018 redatto da Mediobanca per l'invio a soggetti potenzialmente interessati all'investimento in Cellnex;

- 4) lettera di *LLC del 22 marzo 2018 indirizzata a Mediobanca;*
- 5) rapporti di ricerca di analisti finanziari e altri dati pubblici relativi a Cellnex ricavati dai principali provider di informazioni finanziarie.

*Abbiamo avuto colloqui con i membri del Comitato e con il management di Atlantia nei quali il tema è stato discusso e ai quali hanno partecipato anche il consulente legale e il consulente finanziario incaricati dal Comitato per l'esame di ulteriori profili dell'operazione qui esaminata.*

### **Limitazioni**

*Il nostro incarico è stato svolto sulla base delle informazioni forniteci dal Comitato e dal management di Atlantia per iscritto e oralmente, sulla cui veridicità, accuratezza e completezza abbiamo fatto pieno affidamento e in relazione alle quali non abbiamo effettuato alcuna analisi o verifica autonoma e indipendente.*

*Il presente parere, che ha la finalità di esprimere il nostro giudizio sulle condizioni economiche della proposta di Edizione, è stato redatto esclusivamente a beneficio del Comitato e non potrà essere menzionato o citato né il suo contenuto potrà essere, in tutto o in parte, riprodotto o divulgato a terzi (anche in forma sintetica) senza la nostra preventiva autorizzazione scritta, salvo il caso di richiesta da parte di Autorità di vigilanza.*

*Il presente parere contiene una valutazione esclusivamente in termini di correttezza sostanziale delle condizioni economiche, non rientrando in alcun modo nell'esame richiestoci per la sua formulazione l'effettuazione di analisi e approfondimenti sulla convenienza della proposta e sull'interesse di Atlantia ad accettarla, che non abbiamo dunque condotto.*

*Non assumiamo alcuna responsabilità in merito all'aggiornamento del parere alla luce di eventi, circostanze, condizioni di mercato che dovessero verificarsi successivamente alla sua predisposizione.*

### **Il parere**

*L'operazione rilevante per il Comitato è quella con Edizione, tuttavia l'opinione sulle condizioni economiche della proposta della parte correlata richiede l'esame congiunto di essa con le*



*condizioni dell'Opzione Call Cellnex, perfezionata da Atlantia con controparti terze, perché vi è un collegamento giuridico ed economico tra l'Opzione Call Cellnex e la proposta contrattuale di Edizione.*

*La decisione di Atlantia di accettare la proposta di Edizione è naturalmente sul piano logico subordinata alla decisione di esercitare l'Opzione Call Cellnex.*

*Per Atlantia vi sono tre scenari possibili: 1) non far nulla, e in questo caso indirettamente, tramite Abertis, deterrebbe per il 50% la Partecipazione Cellnex; 2) esercitare l'Opzione Call Cellnex per detenere la Partecipazione Cellnex a medio-lungo termine; 3) esercitare l'Opzione Call Cellnex e accettare la proposta di Edizione.*

*La proposta di Edizione permetterebbe ad Atlantia di decidere se detenere la Partecipazione Cellnex a medio-lungo termine, e quindi non esercitare il diritto di vendita, sino al 4 aprile, ma in tal caso Atlantia dovrebbe impegnarsi a non vendere la Partecipazione Cellnex per 12 mesi dal completamento dell'Offerta Abertis.*

*Il grado di libertà consentito da questa previsione è di scarsa importanza, perché la decisione di acquisire l'intera Partecipazione Cellnex per detenerla sarebbe certamente di carattere strategico e non vi è plausibilmente alcun particolare beneficio a che una tale decisione venga postposta di pochi giorni. Il management di Atlantia ha già dichiarato che considera no core questa partecipazione e pertanto lo scenario della detenzione a medio-lungo termine non rientra tra quelli da considerare.*

*Ne consegue che questa parte della proposta di Edizione non produce effettivi benefici per Atlantia e che perciò l'accettazione di essa avrebbe ragione soltanto se l'intendimento è quello di vendere a Edizione la Partecipazione Cellnex acquisita.*

*Prima facie sembrerebbe perciò da confrontare lo scenario di vendita della Partecipazione Cellnex ad Edizione con lo scenario della vendita a terzi senza i vincoli derivanti dall'adesione alla proposta di Edizione.*

*Sotto questo profilo, è rilevante tener conto della circostanza che il processo di vendita organizzato da Mediobanca si è concluso senza la ricezione di alcuna proposta vincolante e quindi non vi è in questo momento la possibilità di un confronto tra offerte concorrenti.*

*In questo quadro, si dovrebbe perciò confrontare uno scenario nel quale Atlantia ricerchi un compratore assumendosi il rischio di un prezzo di vendita inferiore a quello proposto da Edizione e uno nel quale, invece, ha la certezza di conseguire il prezzo offerto da Edizione, che è pari a quello di acquisto.*

*In realtà il primo scenario, a ben vedere, è inesistente dal punto di vista di un agente economico razionale a causa della previsione di Earn-out a favore di Abertis contenuta nelle clausole dell'Opzione Call Cellnex perché l'eventuale differenza positiva tra il prezzo di vendita e il prezzo di esercizio dell'Opzione Call Cellnex deve essere ristornata ad Abertis. Ne consegue che Atlantia beneficerebbe del maggior prezzo solo per il 50% (in quanto socia di Abertis) mentre si assumerebbe per intero il rischio di perdita.*

*In conclusione, non sono da prendere in considerazione né lo scenario che Atlantia acquisti la Partecipazione Cellnex per detenerla a lungo termine né lo scenario che acquisti la Partecipazione Cellnex per vederla a un terzo.*

*I soli due scenari economicamente razionali dal punto di vista di Atlantia sono che non eserciti l'Opzione Call Cellnex e continui quindi a detenere indirettamente, tramite Abertis, il 50% della Partecipazione Cellnex, mantenendo così simmetria tra up-side opportunity e down-side risk, oppure che eserciti l'Opzione Call Cellnex ed entri nel contratto con Edizione per esercitare il Diritto di Put.*

*In questa prospettiva, il primo passaggio del processo valutativo volto a giudicare la correttezza sostanziale delle condizioni economiche offerte da Edizione è verificare se il prezzo compreso tra € 21,2 ed € 21,5 per azione riflette condizioni di mercato.*

*La Società è quotata nel mercato continuo della Borsa spagnola dal maggio 2015 e fa parte degli indici IBEX35 e EuroStoxx600.*

*Il mercato delle azioni di Cellnex è liquido (cfr. tabella seguente) e di conseguenza il prezzo di borsa è significativo e dovrebbe perciò rappresentare la sintesi dell'opinione degli operatori informati sul valore del capitale economico della società. In mercati efficienti sotto il profilo informativo il valore di mercato dovrebbe corrispondere al valore intrinseco.*

*Come si vede, il prezzo massimo dell'intervallo stabilito nel Diritto di Put (€ 21,5 per azione) corrisponde alla media dei prezzi di chiusura degli ultimi 3 mesi di contrattazione.*

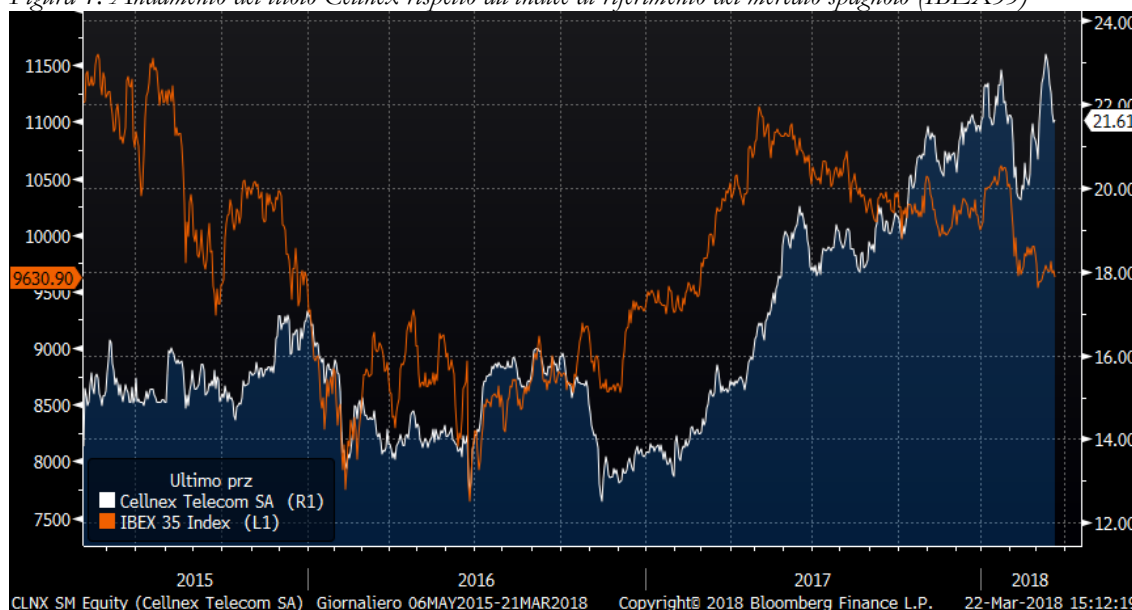
Tabella 1. Prezzi e volumi del titolo azionario Cellnex

Orizzonte	Media prezzi di chiusura	Media volume giornaliero (.000)	% azioni emesse	Controvalore medio giornaliero (€ mln)
last	21,6	1.314	0,57%	28
1 settimana	21,9	1.150	0,50%	25
1 mese	21,9	1.027	0,44%	22
3 mesi	21,5	932	0,40%	20
6 mesi	21,0	940	0,41%	20
1 anno	19,4	1.032	0,45%	20
2 anni	16,9	1.040	0,45%	17

Fonte: Bloomberg, estrazione del 21 marzo 2018.

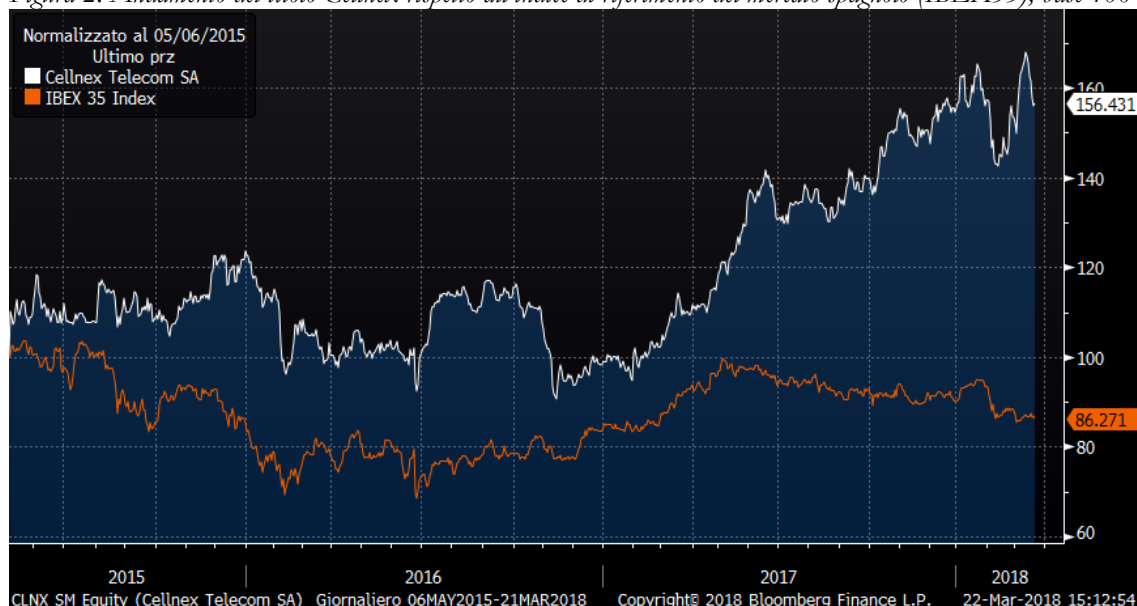
*Rispetto al prezzo di collocamento dell'IPO (€ 14 per azione) del maggio 2015, il prezzo di mercato delle azioni Cellnex è salito molto (€ 21,6 al 21 marzo 2018) registrando circa un +56% di crescita (cfr. grafico seguente).*

Figura 1. Andamento del titolo Cellnex rispetto all'indice di riferimento del mercato spagnolo (IBEX35)



*Il confronto con l'indice di riferimento del mercato spagnolo mostra che, a partire dall'aprile 2017, il prezzo delle azioni Cellnex ha registrato rendimenti nettamente superiori rispetto al mercato. Questo andamento probabilmente è in parte anche dovuto alla circostanza che in quel mese sono state diffuse le prime notizie sulla possibilità che Cellnex fosse oggetto di vendita.*

Figura 2. Andamento del titolo Cellnex rispetto all'indice di riferimento del mercato spagnolo (IBEX35); base 100



Gli analisti finanziari comparano di solito Cellnex con un campione composto da talune società che operano in prevalenza nel mercato delle infrastrutture per le telecomunicazioni (SBA Communications, Crown Castle International, America Tower, INWIT) e da talaltre che si occupano principalmente di “broadcasting” (RAI Way, EI Towers), perché Cellnex agisce in entrambe le aree di business anche se con preponderanza nel settore delle infrastrutture per le telecomunicazioni.

Se si confronta l'evoluzione del prezzo di Cellnex con quella del prezzo delle società comparabili, si nota che nell'ultimo anno vi è un maggiore allineamento con il primo sottogruppo, che ha registrato anch'esso una notevole crescita della capitalizzazione. Pertanto se ne può dedurre che, almeno in parte, l'aumento del prezzo delle azioni Cellnex è da attribuire al miglioramento delle prospettive del mercato delle telecomunicazioni.

Tabella 2. Rendimenti percentuali dei prezzi delle azioni di Cellnex e delle società comparabili

Periodo	Cellnex Telecom	SBA Comm.	Crown Castle Int.	American Tower	INWIT	RAI Way	EI Towers
1 mese	7,7%	-1,4%	1,7%	3,6%	12,3%	1,5%	-2,4%
3 mesi	0,4%	5,9%	0,4%	2,5%	0,0%	-7,3%	-18,0%
6 mesi	14,1%	15,2%	7,9%	3,1%	14,2%	0,1%	-8,1%
1 anno	40,6%	42,7%	23,1%	24,4%	33,6%	0,5%	-10,5%

Fonte: Bloomberg, estrazione del 21/03/2018

Questa evidenza è coerente con la circostanza che Cellnex negli ultimi anni ha effettuato

*notevoli investimenti nel mercato delle infrastrutture per le telecomunicazioni, come risulta dai principali dati di bilancio (cfr. tabella seguente).*

*Tabella 3. Sintesi di alcune poste del bilancio di Cellnex*

€ milioni	31-dic-13	31-dic-14	31-dic-15	31-dic-16	31-dic-17
Ricavi	379,2	412,1	611,8	704,6	757,6
% Crescita a/a	-	9%	48%	15%	8%
EBITDA	166,5	177,1	232,9	287,1	352,0
% Margine su ricavi	43,9	43%	38%	41%	46%
Reddito netto	78,6	57,7	59,8	56,4	52,4
% Margine su ricavi	20,7	14%	10%	8%	7%
Capex	151	178	140	229	463
% Crescita a/a	-	18%	-21%	63%	102%
Totale attivi non correnti	666	950	1.807	2.545	3.533
% Crescita a/a	-	43%	90%	41%	39%
Net debt	157	322	936	1.508	2.279
% Crescita a/a	-	105%	191%	61%	51%

Fonte: elaborazioni Bloomberg

*I dati mostrano che tra il 2013 e il 2017 vi è stata una forte crescita degli investimenti in capitale fisso e parallelamente un altrettanto forte aumento del debito finanziario.*

*Lo sforzo finanziario fatto dalla società per sostenere gli investimenti si riflette negli indicatori di bilancio, soprattutto se essi vengono confrontati con quelli delle società comparabili.*

*Tabella 4. Confronto tra Cellnex e le società comparabili; anno 2017*

Società	Paese	Mkt Cap (€ mln)	Net debt/ Ebitda	Capex/EV	Ammortamento/ EBITDA
Cellnex Telecom	Spagna	5.007	7,0	6,23%	70%
<b>Media campione</b>			<b>3,9</b>	<b>1,3%</b>	<b>39%</b>
<b>Media americane</b>			<b>6,8</b>	<b>1,4%</b>	<b>53%</b>
<b>Media italiane</b>			<b>0,9</b>	<b>1,2%</b>	<b>26%</b>
SBA Communications	USA	15.853	8,4	0,62%	58%
Crown Castle International	USA	36.331	6,9	2,40%	54%
American Tower	USA	51.096	5,2	1,16%	46%
INWIT	Italia	3.720	0,2	0,95%	7%
RAI Way	Italia	1.273	0,1	1,45%	37%
EI Towers	Italia	1.265	2,3	1,07%	34%

Fonte: Bloomberg

*L'elevato livello di indebitamento di Cellnex risulta dal rapporto tra il debito finanziario e l'ebitda, che è molto più alto della media del campione ed è anche più alto di quello delle società*

*comparabili statunitensi, le quali però, avendo dimensione di gran lunga maggiore, hanno presumibilmente più gradi di libertà nel gestire sia la leva finanziaria sia la leva operativa.*

*Assai significativa rispetto al valore dell'impresa (enterprise value; EV) è l'incidenza dei capex, che nel caso di Cellnex è molte volte superiore a quella di tutte le società comparabili.*

*L'analisi dei multipli di mercato permette di verificare in che misura i prezzi di borsa riflettono le specifiche caratteristiche di ciascuna società. Il multiplo più rappresentativo è il rapporto tra l'enterprise value (EV), cioè il valore di mercato dell'impresa indipendentemente dall'entità del debito, e l'ebitda, che è una misura di redditività non influenzata dagli interessi sul debito, dalle svalutazioni e dagli accantonamenti.*

Tabella 5. Analisi dei multipli

Società	Paese	EV (€ mln)	EV/Ricavi		EV/EBITDA	
			2018	2019	2018	2019
Cellnex Telecom	Spagna	7.428	8,4	7,9	18,0	16,5
<b>Media campione</b>			<b>10,1</b>	<b>9,5</b>	<b>17,0</b>	<b>15,8</b>
<b>Media americane</b>			<b>12,9</b>	<b>12,1</b>	<b>20,7</b>	<b>19,1</b>
<b>Media italiane</b>			<b>7,2</b>	<b>6,9</b>	<b>13,3</b>	<b>12,5</b>
SBA Communications	USA	23.686	15,4	14,3	22,3	20,4
Crown Castle International	USA	51.138	11,6	10,9	20,4	18,9
American Tower	USA	69.242	11,7	11,0	19,3	18,0
INWIT	Italia	3.766	10,0	9,4	17,6	16,0
RAI Way	Italia	1.289	6,0	5,8	10,9	10,5
EI Towers	Italia	1.563	5,7	5,5	11,3	11,0

Fonte: Bloomberg

*Questo multiplo mostra per Cellnex livelli leggermente superiori alla media del campione e più vicini a quelli delle società statunitensi e segnala quindi che ai prezzi attuali vi è una piena valorizzazione delle prospettive di crescita sebbene la struttura finanziaria della società appaia meno robusta di quella delle società utilizzate per la comparazione.*

*Si può perciò concludere che il prezzo di € 21,2 – 21,5 per azione, riflettendo il quadro informativo disponibile ed essendo in linea con i valori espressi dai mercati azionari per questa tipologia di aziende, è sostanzialmente corretto dal punto di vista di Atlantia.*

*Il secondo passaggio del processo valutativo delle condizioni economiche offerte da Edizione riguarda l'effetto che si produce per Atlantia in base alle modalità e alle condizioni di esercizio del*

*Diritto di Put.*

*La previsione secondo la quale, “in caso di esercizio del Diritto di Put, l’acquisto della Partecipazione da parte di Edizione avverrà: (a) mediante destinazione di Edizione stessa quale acquirente della Partecipazione e (b) alle stesse condizioni e verso gli stessi impegni” previsti nella Opzione Call Cellnex, rende Atlantia neutrale perché vi è una vera e propria sostituzione di Atlantia con Edizione.*

*Questa sostituzione alle medesime condizioni avverrà anche nell’ipotesi in cui Atlantia, prima del 16 aprile 2018, dovesse ricevere un’offerta vincolante da parte di un terzo per l’intera Partecipazione Cellnex ad un prezzo non superiore di almeno il 10% rispetto al Corrispettivo, perché Atlantia dovrà comunque designare Edizione per l’acquisto della Partecipazione ad un prezzo pari al Corrispettivo originariamente previsto. In questo caso Atlantia sosterebbe un costo opportunità perché avrebbe potuto beneficiare del 50% del maggior prezzo che sarebbe stato riconosciuto per effetto dell’Earn-out ad Abertis.*

*Nel caso Atlantia dovesse ricevere un’offerta per un prezzo superiore per più del 10% rispetto al Corrispettivo, Atlantia dovrà necessariamente dichiararsi direttamente acquirente della Partecipazione Cellnex, non potendo a quel punto designare né il terzo offerente né Edizione, e, rivendendo la partecipazione acquistata al terzo offerente o a Edizione, qualora quest’ultima decida di pagare lo stesso prezzo del terzo, dovrà, in forza dell’Earn-out, trasferire il maggior prezzo rispetto al Corrispettivo ad Abertis, e perciò indirettamente beneficerà del 50% di quel maggior prezzo.*

*Il Diritto di Put, pertanto, di per sé non produce per Atlantia alcun vantaggio economico differenziale rispetto allo scenario di non accettare la proposta di Edizione perché l’Earn-out previsto nell’Opzione Call Cellnex andrebbe in qualunque scenario per il 50% a beneficio di Atlantia. Tuttavia, esso permette ad Atlantia, nello scenario di vendita a prezzo certo, di mantenere la possibilità, sino al 16 aprile, di ottenere un parziale e indiretto beneficio economico dall’eventuale offerta di un terzo a fronte di un costo opportunità.*

*Il terzo passaggio del processo valutativo delle condizioni economiche offerte da Edizione riguarda le clausole che, secondo la proposta di Edizione, consentono ad Atlantia di re-investire*

*acquisendo in trasparenza il 6% circa del capitale di Cellnex.*

*Questa facoltà è un'opzione con prezzo di esercizio pari al prezzo di mercato al momento dell'esercizio. Il suo valore economico è pertanto, nel caso di una società quotata, sostanzialmente nullo perché in astratto quella partecipazione potrebbe essere comperata sul mercato. Tuttavia, ad essa sono connessi diritti di governance e diritti di prima offerta e di prelazione che, pur essendo un arricchimento della partecipazione, hanno un valore non misurabile.*

\* \* \* \* \*

*In conclusione, avendo il management di Atlantia escluso di voler acquisire la Partecipazione Cellnex per detenerla a medio-lungo termine, l'esercizio dell'Opzione Call Cellnex senza anche contestualmente accettare la proposta di Edizione non è razionale dal punto di vista economico perché Atlantia, per effetto della clausola di Earn-out, si troverebbe in una condizione di asimmetria tra l'opportunità di guadagno, della quale beneficerebbe solo per il 50%, e il rischio di perdita, che invece graverebbe su di essa per intero. Pertanto, se ci si pone a valle della decisione dell'esercizio dell'Opzione Call Cellnex, non v'è discussione sulla convenienza di accettare la proposta di Edizione, che è l'unica esistente.*

*Se invece si procede ad un confronto tra lo scenario in cui Atlantia non eserciti l'Opzione Call Cellnex e quello in cui eserciti l'Opzione Call Cellnex e contemporaneamente accetti la proposta di Edizione con l'obiettivo di esercitare il Diritto di Put, valgono le seguenti considerazioni sulla correttezza sostanziale delle condizioni economiche offerte da Edizione:*

- il prezzo riflette il quadro informativo disponibile ed è in linea con i valori espressi dai mercati azionari per questa tipologia di aziende, ed è perciò, a nostro parere, sostanzialmente corretto dal punto di vista di Atlantia;*
- il Diritto di Put di per sé non produce per Atlantia alcun vantaggio economico differenziale rispetto allo scenario di non accettare la proposta di Edizione perché l'Earn-out previsto nell'Opzione Call Cellnex andrebbe in qualunque scenario per il 50% a beneficio di Atlantia; tuttavia, esso permette ad Atlantia, nello scenario di vendita a prezzo certo, di mantenere la possibilità, sino al 16 aprile, di ottenere un parziale e indiretto beneficio economico dall'eventuale offerta di un terzo a fronte di un*



*costo opportunità;*

- *la facoltà di re-investire in Cellnex a condizioni di mercato, seppur corredata da diritti accessori, è, a nostro parere, di valore non incidente in maniera significativa sulle condizioni economiche complessive dell'offerta.*

*Infine, sotto il profilo della convenienza per Atlantia, un rilievo certamente lo ha la circostanza che Cellnex ha un debito finanziario significativo che, sebbene non sia consolidato linea per linea nel bilancio di Abertis, pertiene evidentemente pro quota al gruppo che farà capo ad Atlantia e quindi l'offerta di Edizione consente di migliorare la struttura finanziaria di Atlantia per effetto dell'incasso del prezzo e del trasferimento dell'anzidetto debito.*

*Si tratta di un aspetto che non attiene alle condizioni economiche dell'offerta ma che tuttavia potrebbe far propendere per lo scenario che, per le ragioni spiegate, implica necessariamente l'esercizio combinato dell'Opzione Call Cellnex e del Diritto di Put concesso da Edizione.*



*(prof. avv. Paolo Gualtieri)*

# GUALTIERI & ASSOCIATI

ADVISORY FIRM

PROF. AVV. PAOLO GUALTIERI

ORDINARIO DI ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI  
ALL'UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO

*Spettabile*  
***Comitato Amministratori Indipendenti  
per le Operazioni con Parti Correlate di  
ATLANTIA s.p.a.***

*Milano, 23 marzo 2018*

*Egregi signori,*

*scriviamo ad integrazione del parere rilasciato sulla base della proposta di Edizione datata 20 marzo 2018.*

*Conformemente alle previsioni dell'articolo 8 punto b) del regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate, il Comitato non solo ha esercitato il suo diritto di richiedere informazioni ma ha anche formulato osservazioni al management che sta conducendo le trattative con Edizione.*

*All'esito delle trattative, molte delle osservazioni del Comitato sono state accolte e hanno migliorato la posizione di Atlantia.*

*Quelle che direttamente rilevano per la valutazione della correttezza sostanziale delle condizioni economiche, che è il profilo sottoposto al nostro esame, sono due:*

- a) la modifica del corrispettivo del Diritto di Put prevedendo un prezzo fisso unitario di € 21,50 (pari cioè al massimo dell'intervallo di valori in precedenza stabilito) con la precisazione che l'eventuale differenza tra detto prezzo e quello che sarà pagato ad Abertis per l'acquisto della Partecipazione Cellnex spetterà ad Atlantia;*
- b) l'eliminazione della previsione secondo cui, in caso Atlantia riceva entro il 16 aprile un'offerta da un compratore terzo per un prezzo non superiore di almeno il 10%*

*rispetto al Corrispettivo, Edizione ha il diritto di acquistare la partecipazione Cellnex ad un prezzo pari al Corrispettivo originariamente previsto, sostituendola con la previsione che il prezzo da corrispondere da parte di Edizione sia pari a quello offerto dal terzo o, in subordine, che la "franchigia" sia ridotta.*

*La modifica di cui alla lettera a) consente ad Atlantia di conseguire un prezzo per azione di € 21,50 che potrebbe essere superiore al prezzo di esercizio dell'Opzione Call Cellnex; l'eventuale differenza che dovesse essere ottenuta costituirebbe per Atlantia una remunerazione per la designazione di Edizione quale acquirente nell'Opzione Call Cellnex.*

*La modifica di cui alla lettera b) permette l'eliminazione o la riduzione del costo opportunità gravante su Atlantia costituito dal non poter beneficiare del 50% del maggior prezzo che indirettamente le sarebbe stato riconosciuto per effetto dell'Earn-out ad Abertis.*



*(prof. avv. Paolo Gualtieri)*

# GUALTIERI & ASSOCIATI

ADVISORY FIRM

PROF. AVV. PAOLO GUALTIERI

ORDINARIO DI ECONOMIA DEGLI INTERMEDIARI FINANZIARI  
ALL'UNIVERSITÀ CATTOLICA DEL SACRO CUORE DI MILANO

*Spettabile*  
**Comitato Amministratori Indipendenti  
per le Operazioni con Parti Correlate di  
ATLANTIA s.p.a.**

*Milano, 26 marzo 2018*

*Egregi signori,*

*in data 22 marzo 2018, in esecuzione dell'incarico conferitoci, abbiamo redatto il parere sulla proposta di Edizione contenuta nel documento “Re: – Lettera di supporto e backing per Atlantia relativamente a Cellnex” del 20 marzo 2018 e lo abbiamo illustrato nel corso della riunione del Comitato degli amministratori indipendenti del 23 marzo iniziato alle ore 8.30.*

*Durante la riunione, a seguito delle osservazioni formulate dal Comitato al management di Atlantia, Edizione ha dichiarato la propria disponibilità a migliorare talune condizioni della proposta. Abbiamo, pertanto, come richiestoci dal Comitato, espresso nella comunicazione integrativa del 23 marzo 2018 le nostre considerazioni sulle prospettate modifiche direttamente rilevanti per la valutazione della correttezza sostanziale delle condizioni economiche (profilo sottoposto al nostro esame).*

*Successivamente, Edizione ha inviato un'integrazione alla “lettera di supporto e backing per Atlantia relativamente a Cellnex” (l'Integrazione), sulla quale ci è stato chiesto di esprimerci per completare l'attività svolta.*

*I profili rilevanti per le questioni sottoposte al nostro esame sono i seguenti:*

- a) è stata prevista la modifica del corrispettivo del Diritto di Put stabilendo un prezzo fisso unitario per azione di € 21,5 (Corrispettivo Fisso) pari al massimo*

*dell'intervallo in precedenza indicato; il medesimo prezzo sarà applicato anche per l'esercizio dell'Opzione Call Cellnex; questa previsione contenuta nell'Integrazione ripristina l'identità tra prezzo di esercizio dell'Opzione Call Cellnex e prezzo di esercizio del Diritto di Put che era presente nella proposta originaria, con la sola differenza che è stato stabilito un prezzo unico e predefinito anziché un prezzo variabile con minimo e massimo;*

- b) la "franchigia" prevista nell'articolo 4, b, (i) della proposta di Edizione in caso di offerta da parte di un compratore terzo ad un prezzo superiore al Corrispettivo della proposta di acquisto di Edizione è stata stabilita indicando come riferimento un prezzo per azione di € 22,2 invece che una maggiorazione percentuale del prezzo di € 21,5 per azione.*

*La previsione di cui alla lettera a), a nostro parere, è più conforme al meccanismo di designazione di Edizione quale acquirente nell'ambito dell'esercizio dell'Opzione Call Cellnex e appare perciò una scelta condivisibile sotto il profilo del pieno rispetto degli accordi con Abertis.*

*Con riferimento alla previsione di cui alla lettera b), il limite di prezzo di € 22,2 corrisponde a un incremento del 3,256% del prezzo di € 21,5 e quindi determina una riduzione, rispetto all'originario 10%, del costo opportunità, che graverebbe su Atlantia nella misura del 50% per effetto dell'Earn-out riconosciuto ad Abertis, qualora giungesse prima del 16 aprile 2018 un'offerta di acquisto non superiore al prezzo di € 22,2 per azione, che Atlantia non potrebbe accettare .*

*(prof. avv. Paolo Gualtieri)*



**LEONARDO & co.**  
in Association with Haulihan Lokey

Atlantia S.p.A.  
Via Antonio Nibby, 20  
00161 Rome  
Italy  
Attn: Committee of Independent Directors for Related Parties Transactions

23/03/2018

Dear Independent Directors:

We understand that:

- Atlantia S.p.A. ("Atlantia or the "Company") has signed on March 14, 2018 an agreement (the "Agreement") with Actividades de Construcción y Servicios S.A. ("ACS") and Hochtief AG ("Hochtief") regarding the proposed acquisition, through a public tender offer (the "Tender Offer"), of Abertis S.A. ("Abertis" and the "Abertis Acquisition");
- the Agreement refers to certain corporate governance, ownership, future strategies and commercial agreements between Atlantia, ACS and Hochtief concerning Abertis, and provides Atlantia, *inter alia*, with the right to exercise a call option to purchase all or part of the shares currently held by Abertis in Cellnex Telecom S.A. ("Cellnex" and the call option of Atlantia relating thereto, the "Cellnex Call");
- in particular the Cellnex Call envisages that:
  - Atlantia has the right to purchase (following the Tender Offer settlement and should the Tender Offer be successful) either the entire 34% stake in Cellnex now owned by Abertis, or 29.9% of Cellnex;
  - the exercise price of the Cellnex Call (the "Call Exercise Price") will be equal to the weighted average stock market prices in the six months immediately preceding the settlement of the Tender Offer and in any case not lower than Euro 21.20 and not higher than Euro 21.50 (*cum dividend*);
  - Atlantia shall have to exercise the Cellnex Call by not later than March 23, 2018;
  - by exercising the Cellnex Call on March 23, 2018 Atlantia shall be irrevocably bound to purchase from Abertis either all or part of Abertis' stake in Cellnex conditional upon the Tender Offer being successfully completed;
  - anti-embarrassment clauses are given in favor of Abertis for the 12 month period immediately following the transfer of either all or part of Abertis' stake in Cellnex to Atlantia (the "Anti-Embarrassment Clauses");



**LEONARDO & co.**  
in Association with Houlihan Lokey

- immediately after the signing of the Agreement, Atlantia has commenced a process with the aim of soliciting offers to acquire all or part of the Cellnex shares that Atlantia would own following the possible exercise of the Cellnex Call (the "Disposal Process");
- further to such Disposal Process, on March 20 2018, Edizione S.r.l. ("Edizione"), the shareholder of Atlantia, has submitted a binding offer (such offer, the "Edizione Offer") to buy from Atlantia a 29.9% stake in Cellnex (such stake in Cellnex, the "Cellnex Stake");
- by accepting the Edizione Offer:
  - Atlantia would acquire the right, to be exercised by April 16, 2018, (the "Put Option Period") to sell the Cellnex Stake to Edizione (the "Put Option" and such sale, the "Transaction") at a price equal to the Call Exercise Price;
  - during the Put Option Period and subject to the delivery of a written confirmation by Atlantia to Edizione by April 4, 2018 of its willingness to proceed with the disposal of the Cellnex Stake, Atlantia would be (i) free to sell the Cellnex Stake to a third party, subject to Edizione's right of pre-emption at a price higher than 110% of the Call Exercise Price (the "Threshold"), or (ii) obliged to sell the Cellnex Stake to Edizione in the event that no offers are received at a price higher than the Threshold ;
  - during the Put Option Period and subject to the delivery of a written confirmation by Atlantia to Edizione by April 4, 2018 (or in absence of such confirmation) of its willingness not to proceed with the disposal of the Cellnex Stake to Edizione, Atlantia would retain the right to sell the Cellnex Stake until April 16, 2018, which if not exercised would result in Atlantia being committed to a lock-up period of 12 months following the completion of the Tender Offer;
- following the submission of the Edizione Offer, Atlantia has started discussion with Edizione aimed at improving some of the key terms of the Edizione Offer and on March 23, 2018, Edizione has agreed certain modifications of Edizione Offer (the "Revised Terms") to buy from Atlantia the Cellnex Stake;
- in particular, the Revised Terms envisage, *inter alia*, that:
  - the exercise price of the Put Option is equal to Euro 21.50, *i.e.* the higher value of the Call Exercise Price (the "Consideration");
  - the Threshold is reduced to Euro 22.20;
  - Edizione will mirror the Anti-Embarrassment Clauses;
- since Edizione is a shareholder of Atlantia, Atlantia has communicated to us that the Transaction qualifies as a transaction with a related party, according to Atlantia's corporate governance and Consob regulation 17221/2010, and therefore the Committee of Independent Directors for Related Parties Transactions of the

Company (the "Independent Directors") is due to provide a "motivated opinion" including, *inter alia*, its evaluation of the Transaction and its opinion on the fairness of the Consideration to be received by the Company in the Transaction;

- for the release of such "motivated opinion", the Independent Directors can opt to avail themselves of one or more independent experts to assess the fairness of the Consideration to be received by the Company in the Transaction.

The Independent Directors have requested that Leonardo & Co. S.p.A. ("Leonardo") provides an opinion (the "Opinion") to the Independent Directors as to whether, as of the date hereof, the Consideration to be received by the Company in the Transaction is fair to the Company from a financial point of view.

In connection with this Opinion, we have made such reviews, analyses and inquiries as we have deemed necessary and appropriate under the circumstances. Among other things, we have:

1. reviewed the following agreements and documents:
  - a. " – Lettera di supporto e backing per Atlantia relativamente a Cellnex" sent to Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Atlantia from Edizione, dated March 20<sup>th</sup>, 2018;
  - b. "Term Sheet – " signed by Atlantia, dated March 13<sup>th</sup>, 2018;
  - c. Draft of " – Process Letter" prepared by Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A.;
  - d. Goldman Sachs Fairness Opinion to the Board of Directors of Atlantia dated March 2018;
  - e. Letter of interest received by dated March 22<sup>nd</sup>, 2018;
  - f. Presentation prepared by Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. dated March 23<sup>rd</sup>, 2018 regarding the Disposal Process;
  - g. Amendment to " – Lettera di supporto e backing per Atlantia relativamente a Cellnex" sent to Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Atlantia from Edizione, dated March 23<sup>th</sup>, 2018;
  - h. Audited financial statements of Cellnex for the years ended December 31, 2014, 2015, 2016 and 2017 prepared in accordance with International Financial Reporting Standards;
2. reviewed certain publicly available business and financial information relating to Cellnex that we deemed to be relevant, including certain publicly available research analyst estimates with respect to the future financial performance of Cellnex;



3. compared the financial and operating performance of Cellnex with that of other public companies that we deemed to be relevant;
4. considered the publicly available financial terms of certain transactions that we deemed to be relevant;
5. reviewed the current and historical market prices and trading volume for certain of Cellnex's publicly traded securities, and the current and historical market prices and trading volume of the publicly traded securities of certain other companies that we deemed to be relevant; and
6. conducted such other financial studies, analyses and inquiries and considered such other information and factors as we deemed appropriate.

We have relied upon and assumed, without independent verification, the accuracy and completeness of all data, material and other information furnished, or otherwise made available, to us, discussed with or reviewed by us, or publicly available, and do not assume any responsibility with respect to such data, material and other information. We express no opinion with respect to publicly available research analyst estimates relating to Cellnex or the assumptions on which they are based. We have relied upon and assumed, without independent verification, that there has been no change in the business, assets, liabilities, financial condition, results of operations, cash flows or prospects of Cellnex since the date of the most recent financial statements and other information, financial or otherwise, provided to us that would be material to our analyses or this Opinion, and that there is no information or any facts that would make any of the information reviewed by us incomplete or misleading.

We have relied upon and assumed, without independent verification, that (i) the Transaction will be consummated in a manner that complies in all respects with all applicable statutes, rules and regulations, and (ii) all governmental, regulatory, and other consents and approvals necessary for the consummation of the Transaction will be obtained and that no delay, limitations, restrictions or conditions will be imposed or amendments, modifications or waivers made that would have an effect on the Transaction, or Cellnex that would be material to our analyses or this Opinion. In addition, we have relied upon and assumed, without independent verification, that the final forms of any draft documents identified above will not differ in any respect from the drafts of said documents.

Furthermore, in connection with this Opinion, we have not been requested to make, and have not made, any physical inspection or independent appraisal or evaluation of any of the assets, properties or liabilities (fixed, contingent, derivative, off-balance-sheet or otherwise) of Cellnex or any other party, nor were we provided with any such appraisal or evaluation. We have



undertaken no independent analysis of any potential or actual litigation, regulatory action, possible unasserted claims or other contingent liabilities, to which Cellnex is or may be a party or is or may be subject, or of any governmental investigation of any possible unasserted claims or other contingent liabilities to which Cellnex is or may be a party or is or may be subject.

We have not been requested to, and did not, (a) initiate or participate in any discussions or negotiations with, or solicit any indications of interest from, third parties with respect to the Transaction, the securities, assets, businesses or operations of Cellnex or any other party, or any alternatives to the Transaction, (b) negotiate the terms of the Transaction, or (c) advise the Independent Directors or any other party with respect to alternatives to the Transaction. This Opinion is necessarily based on financial, economic, market and other conditions as in effect on, and the information made available to us as of, the date hereof. We have not undertaken, and are under no obligation, to update, revise, reaffirm or withdraw this Opinion, or otherwise comment on or consider events occurring or coming to our attention after the date hereof. We are not expressing any opinion as to what the value of the Cellnex common stock actually will be when exchanged pursuant to the Transaction or the price or range of prices at which the Cellnex common stock may be purchased or sold, or otherwise be transferable, at any time.

This Opinion is furnished solely for the use of the Independent Directors (solely in their capacity as such) in connection with their evaluation of the Transaction and may not be relied upon by any other person or entity (including, without limitation, security holders, creditors or other constituencies of the Company) or used for any other purpose without our prior written consent. This Opinion should not be construed as creating any fiduciary duty on Leonardo's part to any party. This Opinion is not intended to be, and does not constitute, a recommendation to the Independent Directors, any security holder or any other party as to how to act or vote with respect to any matter relating to the Transaction or otherwise. This Opinion may not be disclosed, reproduced, disseminated, quoted, summarized or referred to at any time, in any manner or for any purpose, nor shall any references to Leonardo or any of its affiliates be made, without the prior written consent of Leonardo. This Opinion can be disclosed by the Company solely to the extent required pursuant to Consob regulation 17221/2010.

In the ordinary course of business, certain of our employees and affiliates, as well as investment funds in which they may have financial interests or with which they may co-invest, may acquire, hold or sell, long or short positions, or trade, in debt, equity, and other securities and financial instruments (including loans and other obligations) of, or investments in, Cellnex, the Company or any other party that may be involved in the Transaction and their respective affiliates or any currency or commodity that may be involved in the Transaction.

Leonardo and certain of its affiliates have in the past provided investment banking, financial advisory and/or other financial or consulting services to the Company, Edizione and



Abertis, for which Leonardo and such affiliates have received compensation. Leonardo and certain of its affiliates may provide investment banking, financial advisory and/or other financial or consulting services to Cellnex, the Company, Edizione and other participants in the Transaction or certain of their respective affiliates or security holders in the future, for which Leonardo and such affiliates may receive compensation. Furthermore, in connection with bankruptcies, distressed situations, restructurings, and similar matters, Leonardo and certain of its affiliates may have in the past acted, may currently be acting and may in the future act as financial advisor to debtors, creditors, equity holders, trustees, agents and other interested parties (including, without limitation, formal and informal committees or groups of creditors) that may have included or represented and may include or represent, directly or indirectly, or may be or have been adverse to, Cellnex, the Company, Edizione, other participants in the Transaction or certain of their respective affiliates or security holders, for which advice and services Leonardo and such affiliates have received and may receive compensation.

Leonardo will receive a fee for rendering this Opinion, which is not contingent upon the successful completion of the Transaction. The Company has agreed to reimburse certain of our expenses and to indemnify us and certain related parties for certain potential liabilities arising out of our engagement.

We have not been requested to opine as to, and this Opinion does not express an opinion as to or otherwise address, among other things: (i) the underlying business decision of Independent Directors, the Company's Board of Directors (the "Board of Directors"), the Company's security holders or any other party to proceed with or effect the Transaction, (ii) the terms of any arrangements, understandings, agreements or documents related to, or the form, structure or any other portion or aspect of, the Transaction or otherwise (other than the Consideration to the extent expressly specified herein), (iii) the fairness of any portion or aspect of the Transaction to the holders of any class of securities, creditors or other constituencies of the Company, or to any other party, except if and only to the extent expressly set forth in the last sentence of this Opinion, (iv) the relative merits of the Transaction as compared to any alternative business strategies or transactions that might be available for the Company or any other party, (v) the fairness of any portion or aspect of the Transaction to any one class or group of the Company's or any other party's security holders or other constituents vis-à-vis any other class or group of the Company's or such other party's security holders or other constituents (including, without limitation, the allocation of any consideration amongst or within such classes or groups of security holders or other constituents), (vi) whether or not the Company, Edizione, their respective security holders or any other party is receiving or paying reasonably equivalent value in the Transaction, (vii) the solvency, creditworthiness or fair value of Cellnex, the Company, Edizione or any other participant in the Transaction, or any of their respective assets, under any applicable laws relating to bankruptcy, insolvency, fraudulent conveyance or similar matters, or (viii) the fairness, financial or otherwise, of the amount, nature or any other aspect of any compensation to or consideration



payable to or received by any officers, directors or employees of any party to the Transaction, any class of such persons or any other party, relative to the Consideration or otherwise. Furthermore, no opinion, counsel or interpretation is intended in matters that require legal, regulatory, accounting, insurance, tax or other similar professional advice. It is assumed that such opinions, counsel or interpretations have been or will be obtained from the appropriate professional sources. Furthermore, we have relied, with the consent of the Independent Directors, on the assessments by the Independent Directors, the Board of Directors, the Company and their respective advisors, as to all legal, regulatory, accounting, insurance, tax and other similar matters with respect to Cellnex, the Company and the Transaction or otherwise. The issuance of this Opinion was approved by a committee authorized to approve opinions of this nature.

The Opinion is issued in the English language and reliance may only be placed on this Opinion as issued in the English language. If any translations of this Opinion are delivered, they are provided only for ease of reference, have no legal effect and Leonardo makes no representation as to (and accepts no liability in respect of) the accuracy or completeness of any such translations.

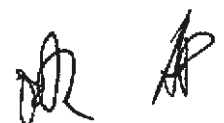
In order to express an opinion, as of the date hereof, that the Consideration to be received by the Company in the Transaction is fair to the Company from a financial point of view, valuation methods and criteria commonly used in national and international practice for similar transactions have been used.

It should be noted that, while the valuation methods used have been assigned various levels of meaningfulness, all such methods should be considered together, such that (i) reliance is not placed upon one single valuation method and (ii) no specific estimated value (or value range) is indicated for the Cellnex Stake.

It should also be noted that the valuations underlying the Opinion were carried out on a stand-alone basis and assuming that conditions for the business continuity of the Company continue to be met. Subsequent events that could materially affect the conclusion set forth in this Opinion include, without limitation, changes in industry performance or market conditions, as well as changes to the business, financial conditions and results of operations of the Company.

The following valuation methods have been used for this Opinion:

- (i) analysis of market prices of the Shares at various points in time ("Stock Exchange Values");
- (ii) discounted cash flows ("DCF"), based on publicly available information and by applying relevant valuation parameters calculated in accordance with standard procedures used in the financial practice;



(iii) market multiples of companies considered comparable ("Market Multiples");

This summary does not purport to be an exhaustive description of the financial analyses undertaken by Leonardo.

Set forth below are the values per share of the Company resulting from the application of the various valuation methods indicated above, with an indication of the corresponding level of meaningfulness assigned, which was taken into account for purposes of the conclusions set forth in this Opinion.


	Method	Value per share (€)		Level of meaningfulness of the method
		Minimum	Maximum	
A.	Stock Exchange Values			
A.1	Up to March 13 <sup>th</sup> , 2018	16.01	21.44	Medium - High
A.2	Up to May 15 <sup>th</sup> , 2017	14.39	16.08	Medium - High
B.	DCF	16.73	20.36	Medium
C.	Market Multiples	19.84	20.84	Medium

Based upon and subject to the foregoing, and in reliance thereon, it is our opinion that, as of the date hereof, the Consideration to be received by the Company in the Transaction is fair to the Company from a financial point of view.

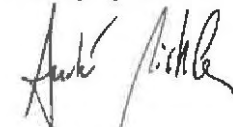
Very truly yours,

LEONARDO & CO. S.P.A.

Filippo Bruno  
Managing Director



André Pichler  
Managing Director





---

## SUPPORT DOCUMENT TO THE OPINION

# Disclaimer (1/3)

---

*This presentation, and any supplemental information (written or oral) or other documents provided in connection therewith (collectively, the “Materials”), are provided solely for the information of the Committee of Independent Directors for Related Party Transactions (the “Independent Directors”) of Atlantia S.p.A. (“Atlantia” or the “Company”) by Leonardo & Co. S.p.A. (“Leonardo” or “we”) in connection with the Independent Directors’ consideration of whether to exercise a put option (the “Put Option”) offered by the Company to Edizione S.r.l. (“Edizione”) on March 20 2018, to purchase for the Consideration (as defined in the subsequent pages of these Materials) a 29.9% stake in Cellnex Telecom S.A. (“Cellnex”) from the Company (the “Transaction”) conditional upon and further to the exercise of a call option held by the Company to purchase all or part of the shares currently held by Abertis S.A. (“Abertis”) in Cellnex (such call option held by Atlantia, the “Cellnex Call”) in the context of the acquisition by Atlantia, jointly with Actividades de Construcción y Servicios S.A. (“ACS”) and Hochtief AG (“Hochtief”), of Abertis (such acquisition, the “Abertis Acquisition”) through a public tender offer (the “Tender Offer”). This presentation is incomplete without reference to, and should be considered in conjunction with, any supplemental information provided by and discussions with Leonardo in connection therewith. Any defined terms used herein shall have the meanings set forth herein, even if such defined terms have been given different meanings elsewhere in the Materials.*

*The Materials are for discussion purposes only and cannot be read separately from the opinion (the “Opinion”) provided by Leonardo to the Independent Directors as to whether, as of the date of such Opinion, the Consideration to be received by Atlantia, should the Put Option be exercised, is fair to Atlantia from a financial point of view. The Materials were prepared for specific persons familiar with the business and affairs of Cellnex and the Company for use in a specific context and were not prepared with a view to public disclosure or to conform with any disclosure standards under any laws, rules or regulations, and none of the Independent Directors, the Company or Leonardo takes any responsibility for the use of the Materials by persons other than the Independent Directors. The Materials are provided on a confidential basis solely for the information of the Independent Directors and may not be disclosed, summarized, reproduced, disseminated or quoted or otherwise referred to, in whole or in part, without Leonardo’s express prior written consent.*

*These Materials are not intended, and should not be construed, to be investment advice of any kind recommending any course of action. Furthermore, these Materials shall not be considered as legal, tax, accounting or other similar advice by Leonardo or any of its representatives.*

*The Materials necessarily are based on financial, economic, market and other conditions as in effect on, and the information available to Leonardo as of, the date of the Materials. Although subsequent developments may affect the contents of the Materials, Leonardo has not undertaken, and is under no obligation, to update, revise or reaffirm the Materials. The Materials are not intended to provide the sole basis for evaluation of the Transaction and do not purport to contain all information that may be required. The Materials do not address the underlying business decision of the Company or any other party to proceed with or effect the Transaction or the relative merits of the Transaction as compared to any alternative business strategy or transactions that might be available for the Company or any other party. The Materials do not constitute any opinion, nor do the Materials constitute a recommendation to the Independent Directors, the Company, any security holder of the Company or any other party as to how to vote or act with respect to any matter relating to the Put Option, the Transaction or otherwise or whether to buy or sell any assets or securities of any company. Leonardo’s only opinion is the Opinion, if any, that is actually delivered to the Independent Directors. The Materials may not reflect information known to other professionals in other business areas of Leonardo and its affiliates.*



# Disclaimer (2/3)

---

*The preparation of the Materials was a complex process involving quantitative and qualitative judgments and determinations with respect to the financial, comparative and other analytic methods employed and the adaption and application of these methods to the unique facts and circumstances presented and, therefore, is not readily susceptible to partial analysis or summary description. Furthermore, Leonardo did not attribute any particular weight to any analysis or factor considered by it, but rather made qualitative judgments as to the significance and relevance of each analysis and factor. Each analytical technique has inherent strengths and weaknesses, and the nature of the available information may further affect the value of particular techniques. Accordingly, the analyses contained in the Materials must be considered as a whole. Selecting portions of the analyses, analytic methods and factors without considering all analyses and factors could create a misleading or incomplete view. The Materials reflect judgments and assumptions with regard to industry performance, general business, economic, regulatory, market and financial conditions and other matters, many of which are beyond the control of the Company or other participants to the Transaction. Any estimates of value contained in the Materials are not necessarily indicative of actual value or predictive of future results or values, which may be significantly more or less favorable. Any analyses relating to the value of assets, businesses or securities do not purport to be appraisals or to reflect the prices at which any assets, businesses or securities may actually be sold. The Materials do not constitute a valuation opinion or credit rating. In preparing the Materials, Leonardo has not conducted any physical inspection or independent appraisal or evaluation of any of the assets, properties or liabilities (contingent or otherwise) of the Company, Cellnex or any other party and has no obligation to evaluate the solvency, creditworthiness or fair value of the Company, Cellnex or any other party under applicable laws relating to bankruptcy, insolvency or similar matters.*

*We have relied upon and assumed, without independent verification, the accuracy and completeness of all data, material and other information furnished, or otherwise made available, to us, discussed with or reviewed by us, or publicly available, make no representation or warranty (express or implied) in respect of the accuracy or completeness of such information and do not assume any responsibility with respect to such data, material and other information. We express no opinion with respect to publicly available research analyst estimates for Cellnex or the assumptions on which they are based. We have relied upon and assumed, without independent verification, that there has been no change in the business, assets, liabilities, financial condition, results of operations, cash flows or prospects of Cellnex since the respective dates of the most recent financial statements and other information, financial or otherwise, provided to obtained by or reviewed by us that would be material to our analyses or this Opinion, that the final forms of any draft documents reviewed by us will not differ in any material respect from such draft documents and and that there is no information or any facts that would make any of the information reviewed by us incomplete or misleading.*



# Disclaimer (3/3)

---

*The Materials do not constitute a commitment by Leonardo or any of its affiliates to underwrite, subscribe for or place any securities, to extend or arrange credit, or to provide any other services. In the ordinary course of business, certain of Leonardo's affiliates and employees, as well as investment funds in which they may have financial interests or with which they may co-invest, may acquire, hold or sell, long or short positions, or trade or otherwise effect transactions, in debt, equity, and other securities and financial instruments (including loans and other obligations) of, or investments in, the Company, Cellnex, Edizione, or more other parties that may be involved or have a financial interest in the Transaction and their respective affiliates (collectively, the "Interested Parties") or any currency or commodity that may be involved in the Transaction. Leonardo provides mergers and acquisitions, restructuring and other advisory and consulting services to clients which may have in the past included, or may currently or in the future include, one or more Interested Parties, for which services Leonardo has received, and may receive, compensation. Although Leonardo in the course of such activities and relationships or otherwise may have acquired, or may in the future acquire, information about one or more Interested Parties or the Transaction, or that otherwise may be of interest to the Company, Leonardo shall have no obligation to, and may not be contractually permitted to, disclose such information, or the fact that Leonardo is in possession of such information, to the Company or to use such information on the Company's behalf. Leonardo's personnel may make statements or provide advice that is contrary to information contained in the Materials. Leonardo's or its affiliates' proprietary interests may conflict with the Company's interests.*

*Leonardo is acting only for the Independent Directors in connection with the Transaction and no one else and shall not be responsible to any other person for providing the protections afforded to clients of Leonardo or for providing advice in connection therewith. To the maximum extent permissible under applicable law, each of Leonardo and its representatives expressly disclaims any and all liability to any person for the contents of, or for omissions from, the Materials or any written or oral communication transmitted or made in connection with the Materials, save to the Company subject to the terms of Leonardo's letter of engagement with the Company relating to the matters referred to herein and the assumptions and other limiting factors set out in this notice.*

*The list of disclaimers and working assumptions included in the Materials is not intended to be exhaustive. Please refer to the Opinion for a full list of disclaimers and working assumptions.*

# Table of Contents

---

	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
Introduction	34
Valuation Considerations	37
6. Appendix	45
DCF Details	46
WACC Details	49
Trading Comparables Description	51
Historical Trading Multiples	56
Brokers' Target Prices	60
Transaction Multiples	65
Other Valuation Materials	68
Examined Documentation	70

	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45

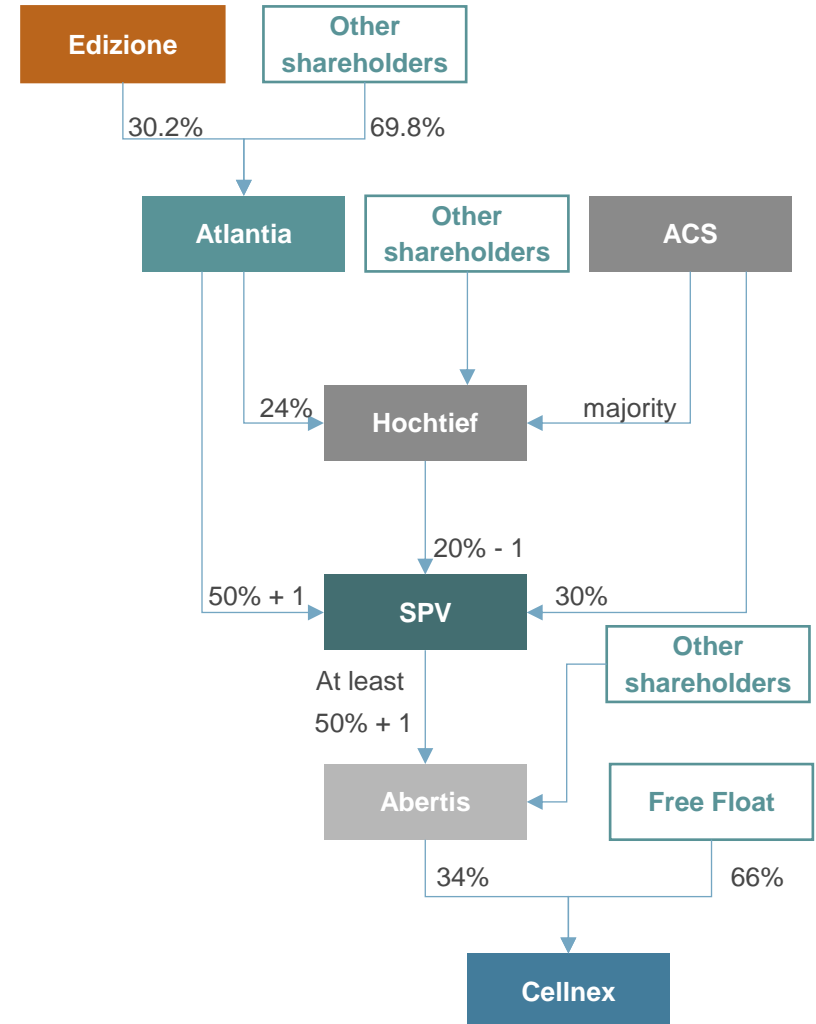
# Transaction – Reference Context (1/2)

a

Status quo  
(pro forma  
following  
Abertis  
Acquisition)

- In the context of the Abertis Acquisition, a Newco will be capitalized (“SPV”) as follows:
  - Atlantia 50% + 1 share
  - ACS 30%
  - Hochtief 20% - 1 share
- Hochtief (capitalized inter alia by a reserved capital increase ultimately funded by Atlantia) will complete its Tender Offer aimed at delisting Abertis<sup>(1)</sup>
  - € 18.36 per share (ex dividend)
  - minimum acceptance of 50% + 1 share
  - squeeze-out in case, upon settlement of the Tender Offer, Hochtief reaches a stake equal or larger than 90% in Abertis
  - delisting in case, upon settlement of the Tender Offer, Hochtief reaches a stake in excess of 50% + 1 share and up to 90% in Abertis
- Following the completion of the Tender Offer, Hochtief will contribute its Abertis shares to SPV
- SPV’s shareholders will be locked in a ten year shareholders’ agreement, *inter alia*

## Simplified structure



# Transaction – Reference Context (2/2)

b

## Step 1 – Exercise of Cellnex Call by Atlantia

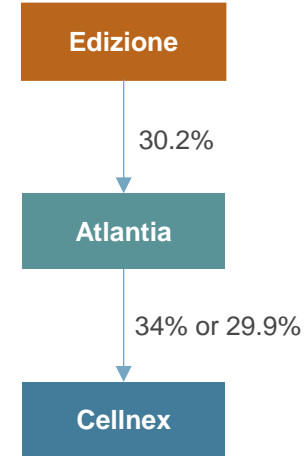
- In the context of the agreement among Atlantia, ACS and Hochtief regarding the Abertis Acquisition, the Cellnex Call has been granted to Atlantia to acquire all (34%) or part (29.9%) of Abertis' stake in Cellnex
- The strike price of the Cellnex Call is equal to the weighted average price of the six months previous to the settlement of the Abertis Acquisition, cum dividend, with a minimum price of €21.20 and a maximum price of €21.50 per share (the "Call Exercise Price")
- The exercise of the Cellnex Call can be requested within March 23<sup>rd</sup>, 2018

c

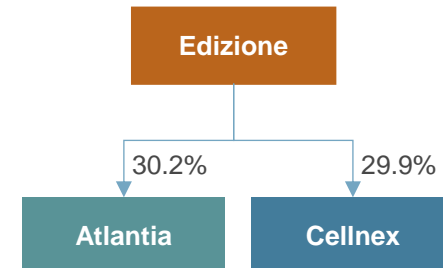
## Step 2 – Exercise of Put Option by Atlantia

- In case of exercise of the Put Option, Edizione would directly own a 29.9% stake in Cellnex
- The exercise price of the Put Option is equal to €21.50 per share (the "Consideration")
- Abertis will be committed to dispose its remaining stake in Cellnex to third parties (by 3 months after the settlement) in order to avoid a mandatory tender offer
- Please refer to the following slide for further details on the key terms of the Edizione Offer and Put Option

### Simplified structure



### Simplified structure



# Edizione Offer (1/3)

---

- On March 20<sup>th</sup> 2018, Edizione, the shareholder of Atlantia, has submitted a binding offer (the “Edizione Offer”) to buy from Atlantia a 29.9% stake in Cellnex (“Cellnex Stake”)
- By accepting the Edizione Offer:
  - Atlantia would acquire the right to be exercised by April 16<sup>th</sup>, 2018, (the “Put Option Period”) to sell the Cellnex Stake to Edizione at a price equal to the Call Exercise Price (the Transaction)
  - during the Put Option Period and subject to the delivery of a written confirmation by Atlantia to Edizione by April 4<sup>th</sup>, 2018 of its willingness to proceed with the disposal of the Cellnex Stake, Atlantia would be (i) free to sell the Cellnex Stake to a third party, subject to Edizione’s right of preemption at a price higher than 110% of the Consideration (the “Threshold”), or (ii) obliged to sell the Cellnex Stake to Edizione in the event that no offers are received at price higher than 110% of the Threshold
  - during the Put Option Period and subject to delivery of a written confirmation by Atlantia to Edizione by April 4<sup>th</sup>, 2018 (or in absence of such confirmation) of its willingness not to proceed with the disposal of the Cellnex Stake to Edizione, Atlantia would retain the right to sell the Cellnex Stake until April 16<sup>th</sup>, 2018, which if not exercised would result in Atlantia being committed to a lock-up period of 12 months following the completion of the Tender Offer
- Following the submission of the Edizione Offer, Atlantia has started discussion with Edizione aimed at improving some of the key terms of the Edizione Offer and on March 23<sup>rd</sup>, 2018, Edizione has agreed certain modifications of Edizione Offer (the “Revised Terms”) to buy from Atlantia the Cellnex Stake
- Following the exercise of the Put Option, Atlantia would have the right to re-invest in up to 20% of Edizione’s stake in Cellnex (i.e. 6% of Cellnex in transparency) within two years of the settlement of the Put Option, at a price equal to the highest between the fair market value and a price which would allow Edizione to enjoy a 10% annual IRR
  - In this case a three-year lock-up would be activated for Atlantia
- In case of disposal by Edizione of its shares in Cellnex, Atlantia would have a right of first offer and a right of first refusal

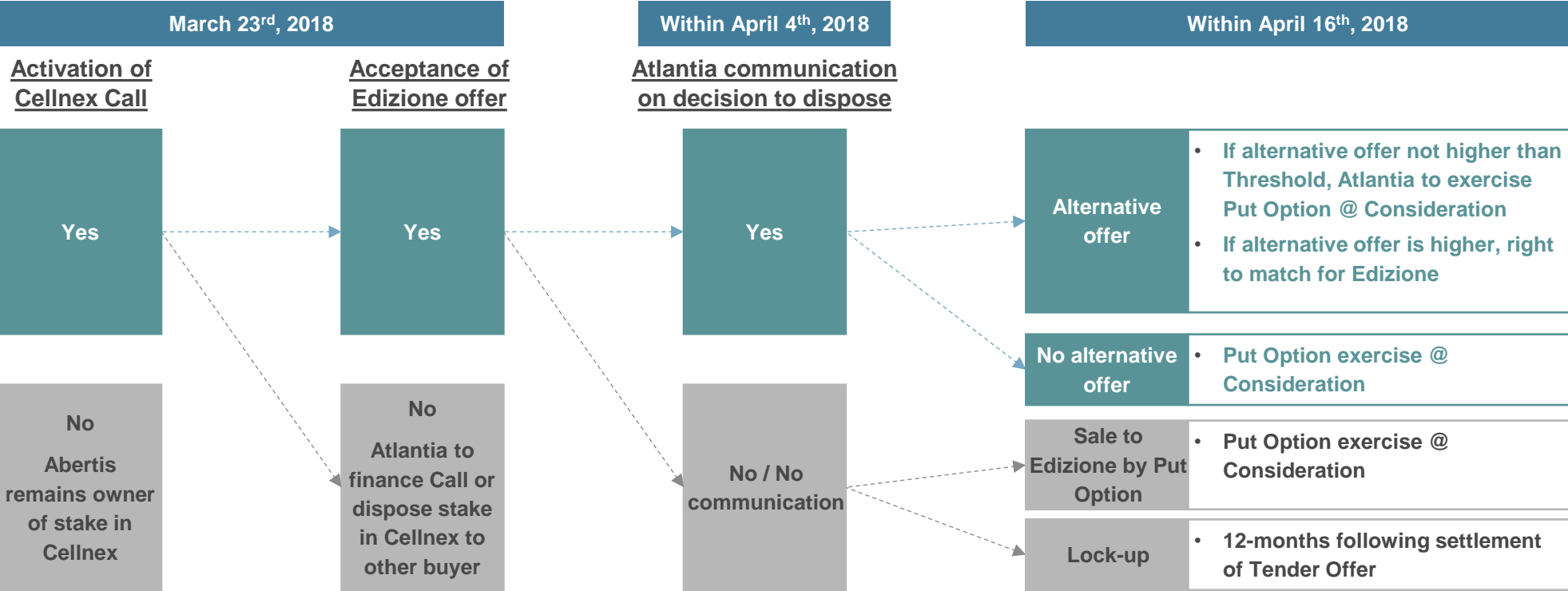
## Edizione Offer (2/3)

---

- In particular, the Revised Terms envisage, inter alia, that:
  - the exercise price of the Put Option is equal to Euro 21.50, i.e. the higher value of the Call Exercise Price (the Consideration)
  - the Threshold is reduced to Euro 22.20
  - Edizione will mirror the anti-embarrassment clauses given in favor of Abertis for the 12 month period immediately following the transfer of either all or part of Abertis' stake in Cellnex to Atlantia



# Edizione Offer (3/3)



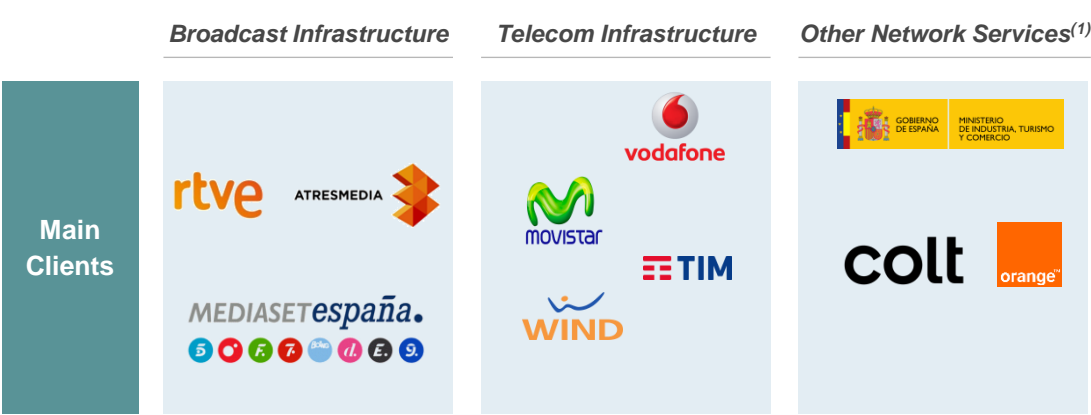
	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45

# Cellnex at a Glance

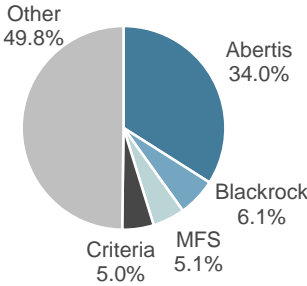
## Business Overview

- Cellnex, founded in 2008 and headquartered in Barcelona, is the **main independent infrastructure operator for wireless telecommunication in Europe**
  - Cellnex’s network currently comprises **~27.000 sites** (December 2017)
- Cellnex operates through three segments: telecom infrastructure services, broadcasting infrastructure and other network services
  - Cellnex provides services in **Italy, Netherlands, United Kingdom, France, Switzerland and Spain**

## Business Segments



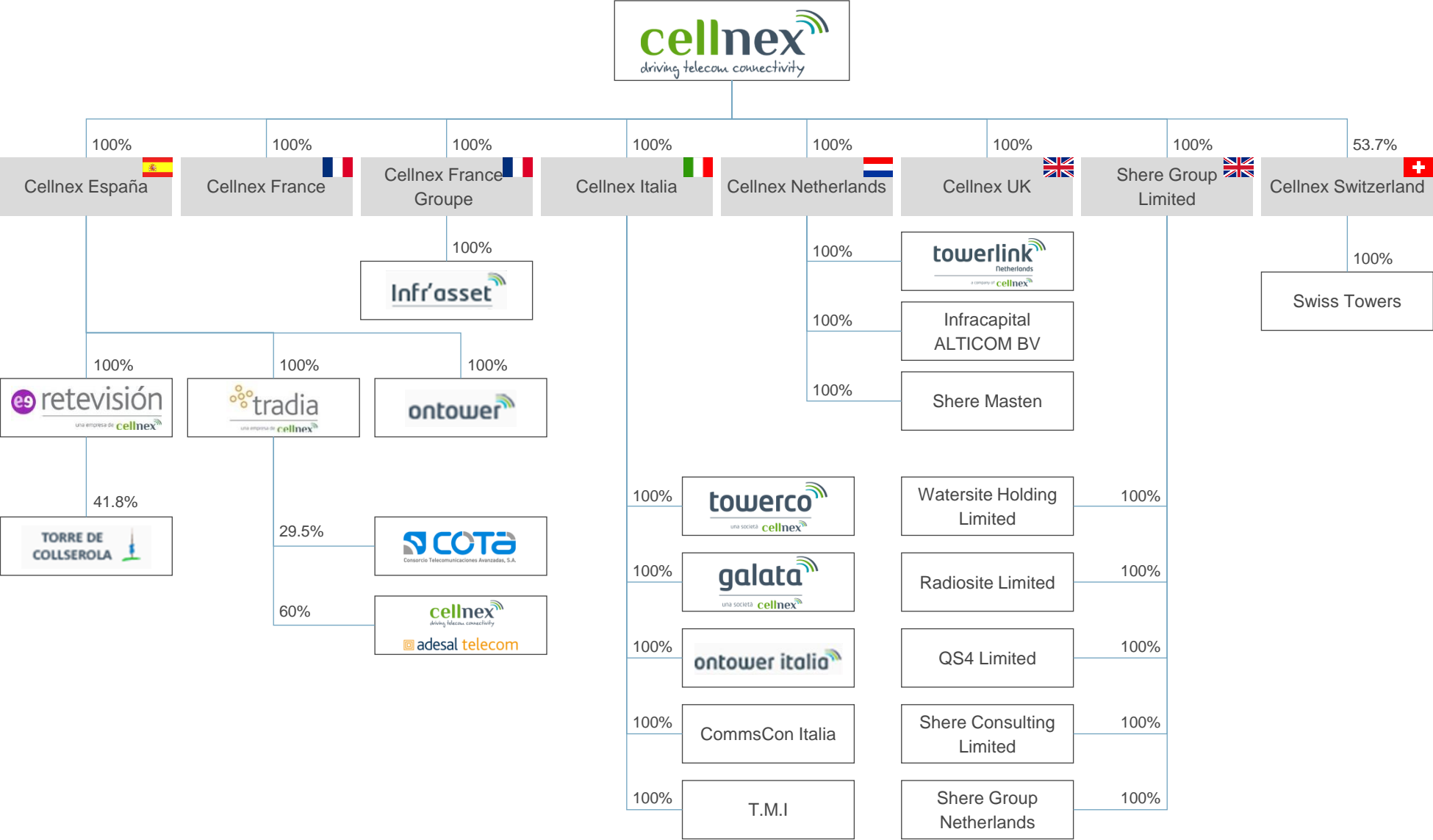
## Shareholders and Board of Directors



Board of Directors	
Name	Role
Tobías Martínez Gimeno	Chairman & CEO
Bertrand Boudewijn Kan	Vice Chairman
Giampaolo Zambelletti	Director
Francisco Aljaro Navarro	Director
Pierre Blayau	Director
Josep Coronas Guinart	Director
Carlos del Río Carcaño	Director
Peter Shore	Director
David Díaz Almazán	Director
Marieta del Rivero Bermejo	Director

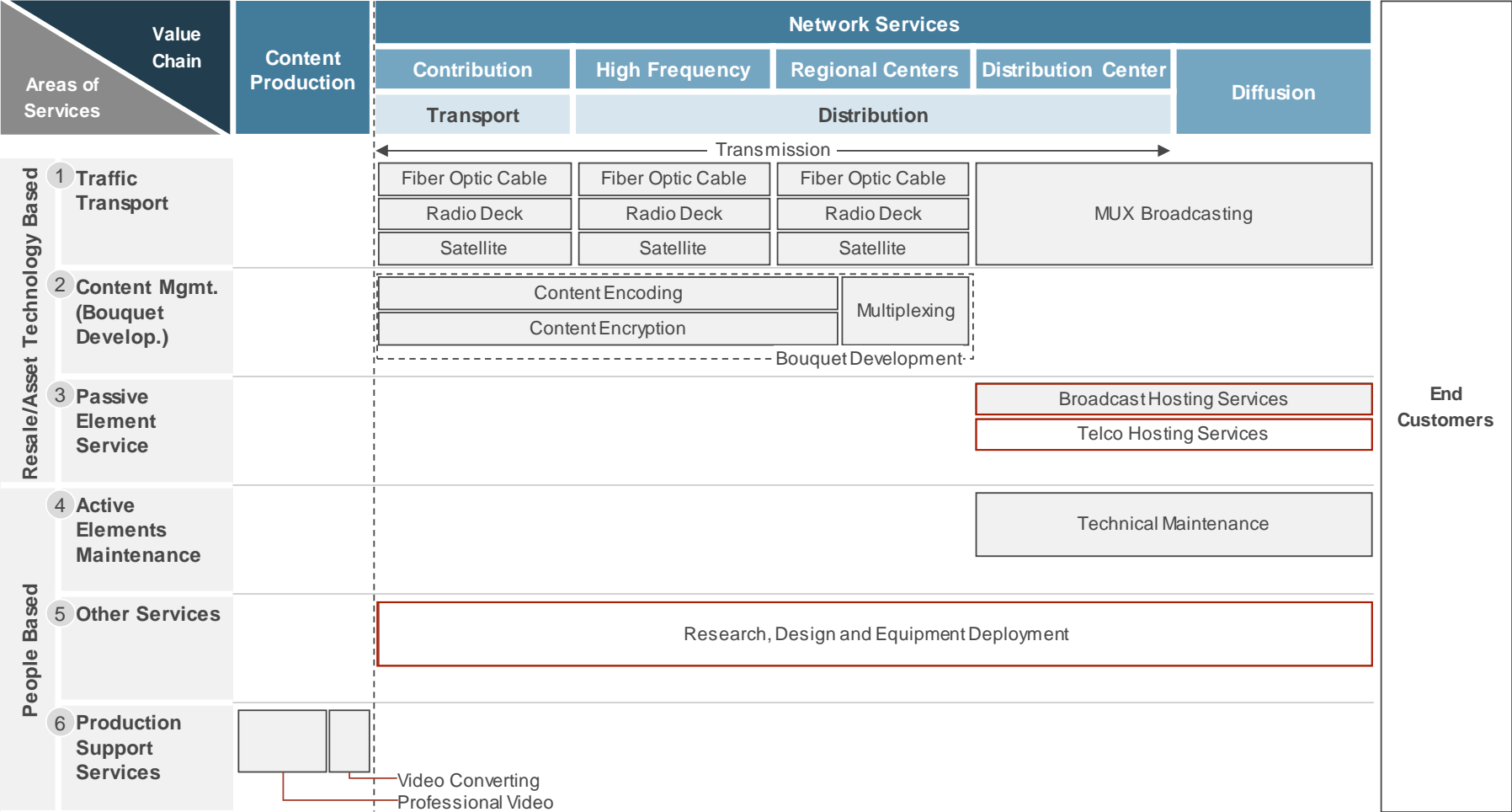
Note: (1) Other services include Smart & IoT, consulting services, data security management  
Source: company data

# Cellnex Group Structure



Source: company data

# Cellnex Business Model



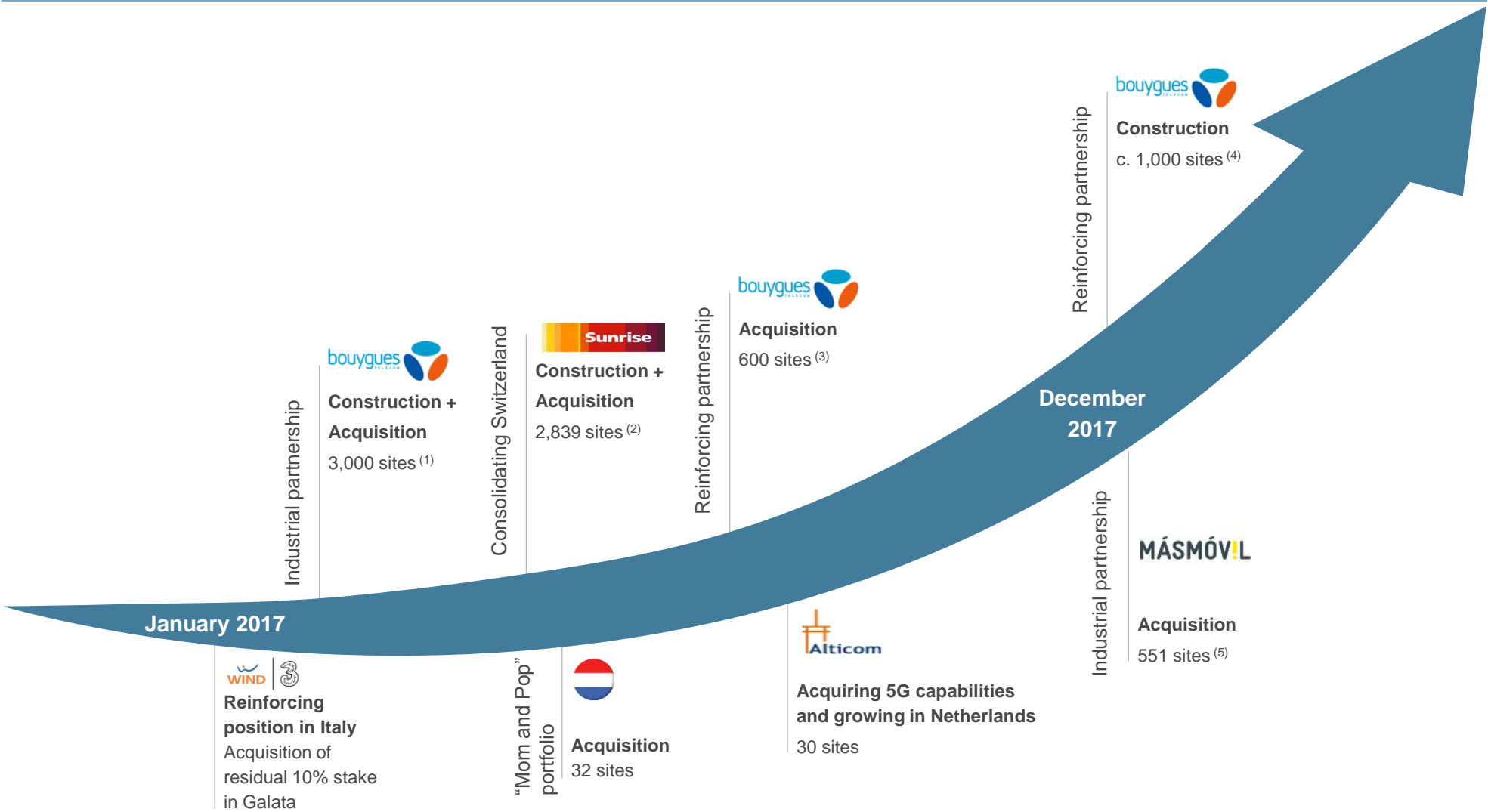
**Legenda**

Covered

Uncovered

# Cellnex Recent Milestones

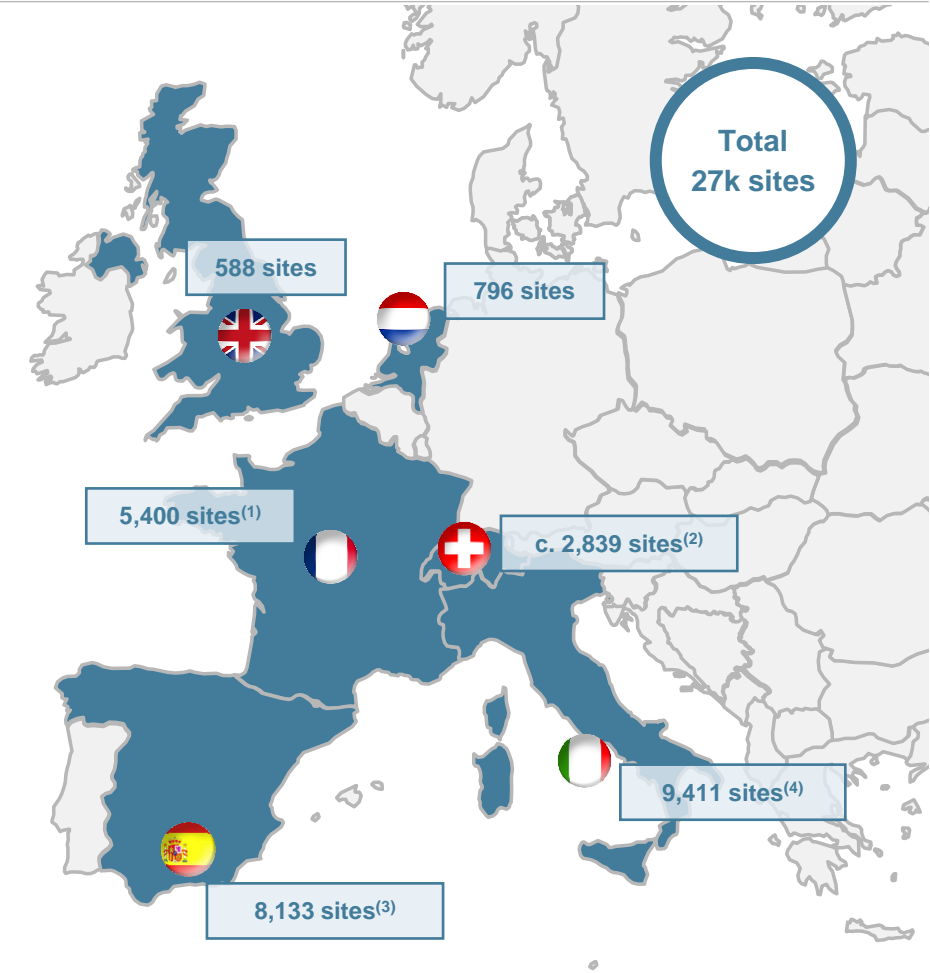
In 2017 Cellnex continued along its business growth path, acquiring companies/assets and reinforcing its partnerships



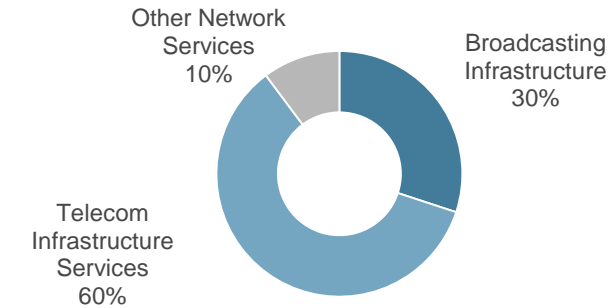
Note: (1) Acquisition of up to 1,800 sites to be gradually transferred into Cellnex France over a 2-year period + up to 1,200 sites to be built over a 5-year period; (2) Including contribution of built to suit program of 400 sites and c.200 DAS nodes; (3) Up to 600 additional sites, to be gradually transferred into Cellnex France no later than 2020; (4) Construction of up to 1,000 additional sites by 2022; (5) EBITDA contribution expected upon completion of partial dismantling, ground lease renegotiation program and increased customer ratio  
Source: company data

# Business Overview

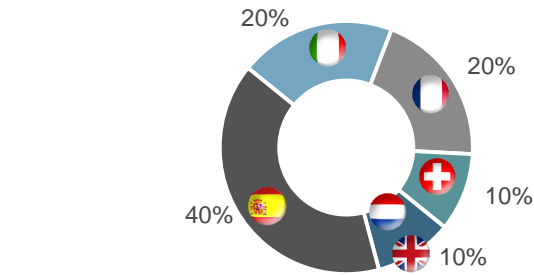
## Significant Expansion of European Footprint



## Revenues Breakdown 2017A



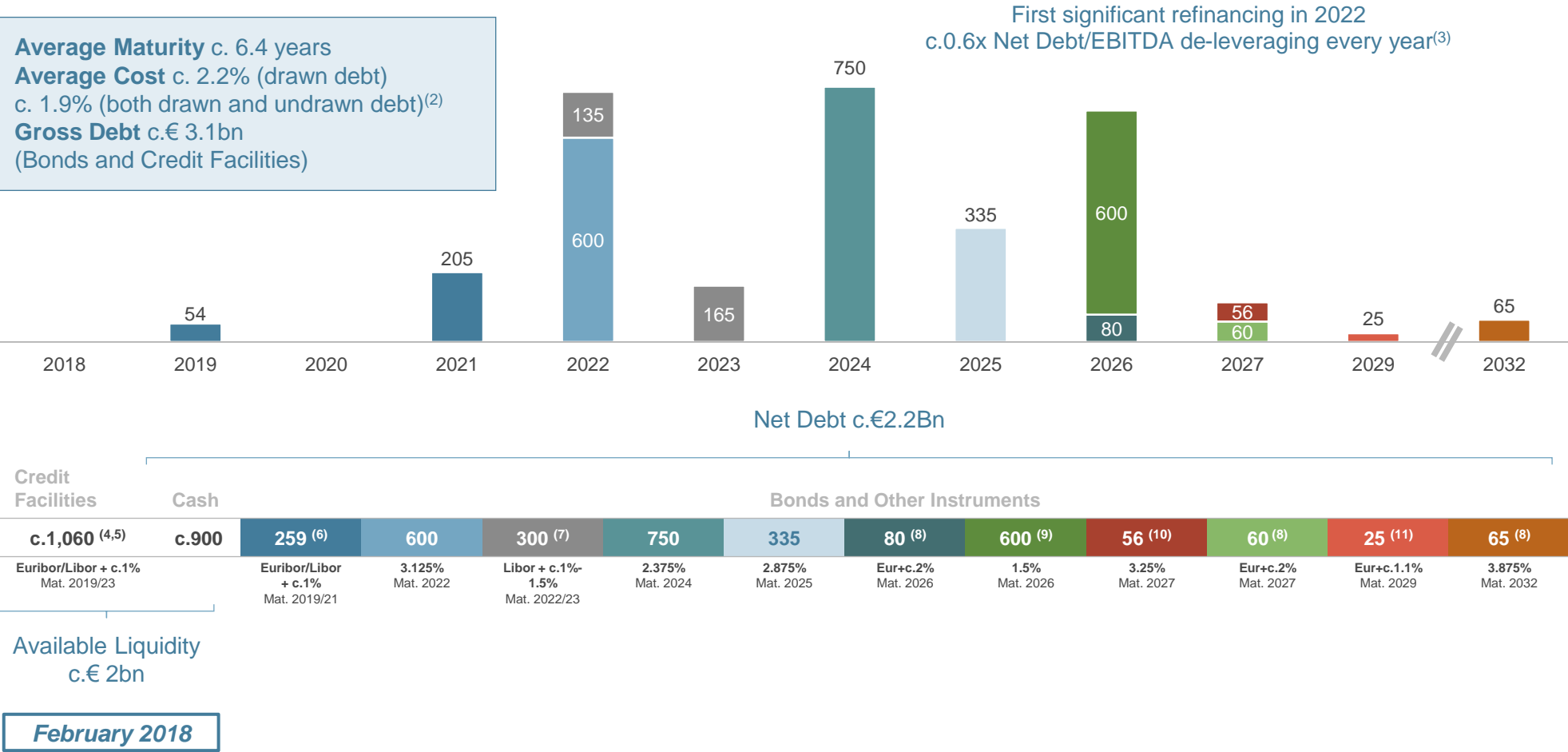
## EBITDA Breakdown 2017A



Note: (1) 500 sites from Bouygues in 2016 + up to 3,000 sites from Bouygues in 2017 + 2 extensions with Bouygues (up to 600 acquired sites + up to 1,000 construction sites) + 300 sites under management alongside motorways; (2) Including contribution of build to suit program of 400 sites and c.200 DAS nodes; (3) Including broadcast, 551 sites from MásMóvil and DAS nodes; (4) Including Commscon's DAS nodes and built to suit program for Wind Tre  
Source: company data

# Financial Structure as of February 2018<sup>(1)</sup>

## Financial Debt by Maturity



Note: (1) Figures in €m; (2) Considering current Euribor rates; cost over full financing period to maturity; (3) Includes current dividend policy and no further perimeter changes; (4) RCF Euribor 1M; Credit facilities Euribor 1M and 3M; floor of 0% applies; (5) Maturity 5 years with 2 extensions of 1 year to be mutually agreed; (6) Includes c.£ 150m debt in GBP; natural hedge investment in Shere Group (UK); (7) CHF 132m debt in Swiss Francs at corporate level (natural hedge) + CHF 162m debt in Swiss Francs at local level in Switzerland (project financing); (8) Private placement; (9) Convertible bond into Cellnex shares (conversion price at €38 per share); (10) Bilateral loan; (11) EIB

Source: company data

LEONARDO & co.

in Association with Houlihan Lokey

18



# Key Historical Financials – Profit & Loss

## Profit & Loss

€m	2014A	2015A	2016A	2017A	CAGR '14A-'17A (%)
<b>1 Revenues</b>	<b>436.0</b>	<b>611.8</b>	<b>704.6</b>	<b>789.3</b>	<b>21.9%</b>
growth (%)	-	40.3%	15.2%	12.0%	
Staff costs	(83.9)	(89.3)	(97.5)	(107.4)	
Other operating expenses	(172.3)	(306.8)	(343.7)	(359.5)	
Change in provisions	(2.8)	1.1	0.3	1.5	
Losses on fixed assets	(0.3)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	
<b>2 EBITDA</b>	<b>176.8</b>	<b>216.8</b>	<b>263.5</b>	<b>323.8</b>	<b>22.3%</b>
EBITDA margin (%)	40.6%	35.4%	37.4%	41.0%	
Depreciation and amortization	(91.0)	(153.5)	(176.8)	(225.4)	
<b>EBIT</b>	<b>85.8</b>	<b>63.3</b>	<b>86.7</b>	<b>98.4</b>	<b>4.7%</b>
EBIT margin (%)	19.7%	10.3%	12.3%	12.5%	
Financial income	1.5	0.4	1.2	1.5	
Interest expenses	(10.2)	(27.9)	(47.0)	(69.6)	
<b>EBT</b>	<b>77.0</b>	<b>35.9</b>	<b>41.0</b>	<b>30.4</b>	<b>(26.7%)</b>
EBT margin (%)	17.7%	5.9%	5.8%	3.8%	
Income taxes	(19.3)	12.6	(0.6)	0.4	
<b>3 Group net profit / (loss)</b>	<b>57.7</b>	<b>48.5</b>	<b>40.4</b>	<b>30.8</b>	<b>(18.9%)</b>
<b>Dividend</b>	<b>(48.3)</b>	<b>(8.1)</b>	<b>(21.1)</b>	<b>(20.0)</b>	

## Comments

- Historical revenues increasing trend (21.9% CAGR in the period 2014-2017) mainly driven by:
  - acquisitions performed in 2016 and 2017
  - organic growth as a result of increasing demand for wireless data communication services and roll-out new towers
- Moderate growth in EBITDA margin over the period 2014-2017 (40.6% in 2014 vs. 41.0% in 2017) due to mix of revenue increase and operational efficiency
  - growth in 2017 as a result of acquisition strategy
- Dividend policy in 2017:
  - May 2017: final dividend for 2016 (€ 0.042325 per share)
  - December 2017: interim dividend corresponding to the year 2017 (€ 0.044 per share, corresponding to ~ € 10m)

# Focus on EBITDA

## EBITDA Adjusted

€m	2014A	2015A	2016A	2017A
<b>EBITDA</b>	176.8	216.8	263.5	323.8
<i>EBITDA margin (%)</i>	40.6%	35.4%	37.4%	41.0%
① (+) Non-recurring expenses	-	17.0	23.5	28.0
② (+) Advances to customers	0.9	0.9	2.6	2.8
<b>EBITDA Adjusted</b>	<b>177.7</b>	<b>234.7</b>	<b>289.6</b>	<b>354.5</b>
<i>EBITDA Adjusted margin (%)</i>	40.8%	38.4%	41.1%	44.9%

## Comments

① Includes:

- Costs related to acquisitions (~ € 10.8m in 2017): expenses incurred during the acquisition processes, relating to M&A activities
- Contract renegotiation (~ € 3.8m in 2017): relates to the cancellation expenses concerning the renegotiation of some contracts with services providers
- Prepaid expenses (~ € 13.3m in 2017)

② Amortization of amounts paid for sites to be dismantled and their corresponding dismantling costs

# Key Historical Financials – Balance Sheet

## Balance Sheet

€m	2014A	2015A	2016A	2017A
Property, plant and equipment	740.5	935.8	1,048.4	1,507.3
Goodwill and intangible assets	149.2	798.6	1,415.4	1,920.5
Financial assets	22.6	43.8	51.5	77.0
<b>1 Fixed assets</b>	<b>912.2</b>	<b>1,778.2</b>	<b>2,515.4</b>	<b>3,504.8</b>
Inventories	0.7	3.4	2.0	1.3
Trade and other receivables	189.4	164.2	155.2	226.2
Trade payables	(209.6)	(181.6)	(166.9)	(248.2)
Other assets / (liabilities)	(10.8)	(9.5)	(8.5)	(42.0)
<b>2 Net working capital</b>	<b>(30.4)</b>	<b>(23.5)</b>	<b>(18.2)</b>	<b>(62.8)</b>
<b>Net invested capital</b>	<b>881.8</b>	<b>1,754.7</b>	<b>2,497.1</b>	<b>3,442.0</b>
<b>Shareholders' equity</b>	<b>501.4</b>	<b>537.2</b>	<b>551.2</b>	<b>644.9</b>
<b>3 Funds and provisions</b>	<b>31.7</b>	<b>136.2</b>	<b>185.4</b>	<b>238.2</b>
<b>4 Deferred tax liabilities<sup>(1)</sup></b>	<b>18.2</b>	<b>154.3</b>	<b>261.1</b>	<b>322.1</b>
Borrowings	421.4	977.9	1,692.3	2,532.0
Cash and cash equivalents	(90.9)	(51.0)	(192.9)	(295.2)
<b>5 Net financial position</b>	<b>330.5</b>	<b>926.9</b>	<b>1,499.5</b>	<b>2,236.8</b>
<b>Total sources</b>	<b>881.8</b>	<b>1,754.7</b>	<b>2,497.1</b>	<b>3,442.0</b>
<i>Net leverage (NFP/EBITDA)</i>	<i>1.9x</i>	<i>4.3x</i>	<i>5.7x</i>	<i>6.9x</i>

## Comments

- Increasing fixed asset base as a result of acquisition strategy, mainly driven by growth in goodwill and other intangible assets
- Trade and other receivables include a relevant amount (~ € 67m as of December 2017) of “other receivables”, mainly comprised of VAT receivables derived from the acquisition of mobile telecom infrastructures in France and Spain  
  
Trade payables as of December 2017 include ~ € 42m of “other payables to government agencies” (balances payable by Cellnex to the tax authorities), and ~ € 45m of “other payables”, formed mainly of payables to non-current asset suppliers
- Main item is represented by “provisions and other liabilities”, including, i.e., book value of Cellnex Switzerland AG put option, and asset retirement obligations
- Increase in Deferred tax liabilities mainly driven by growth in debits/credits due to incorporation into scope and business combinations
- Debt exposure as of December 2017 includes ~ € 1.9bn of bonds issued, of which ~ € 1.3bn with maturity over 5 years

Note: (1) Net of deferred tax assets

Source: company data

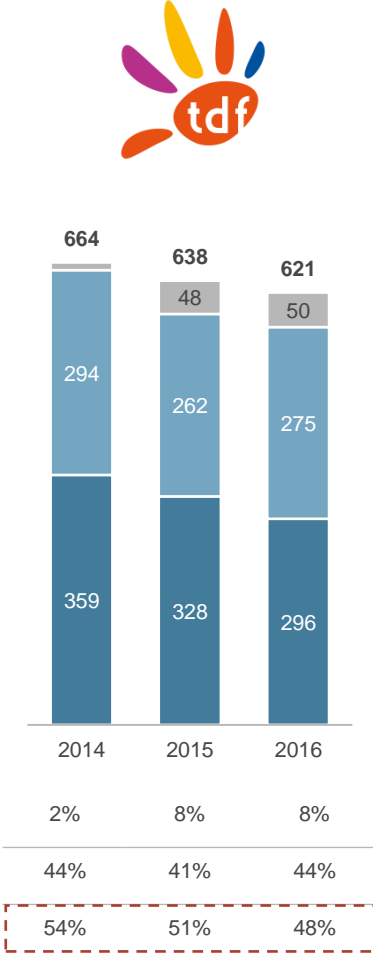
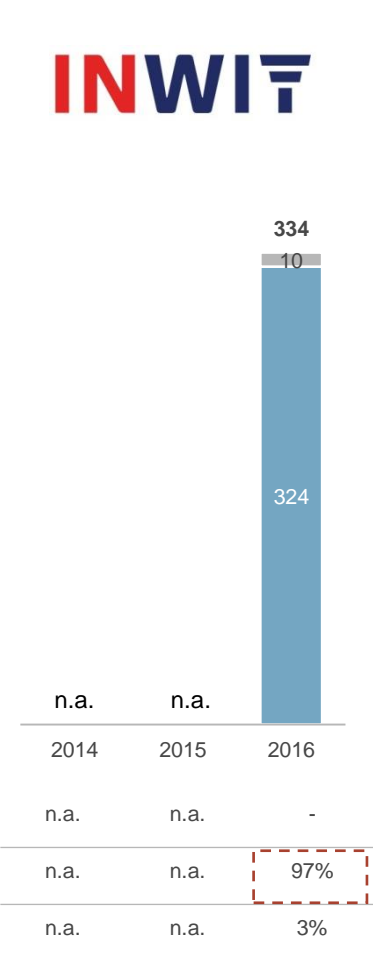
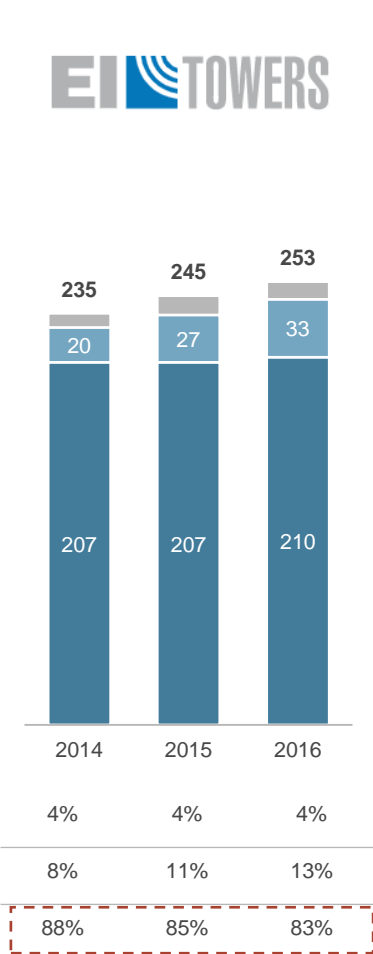
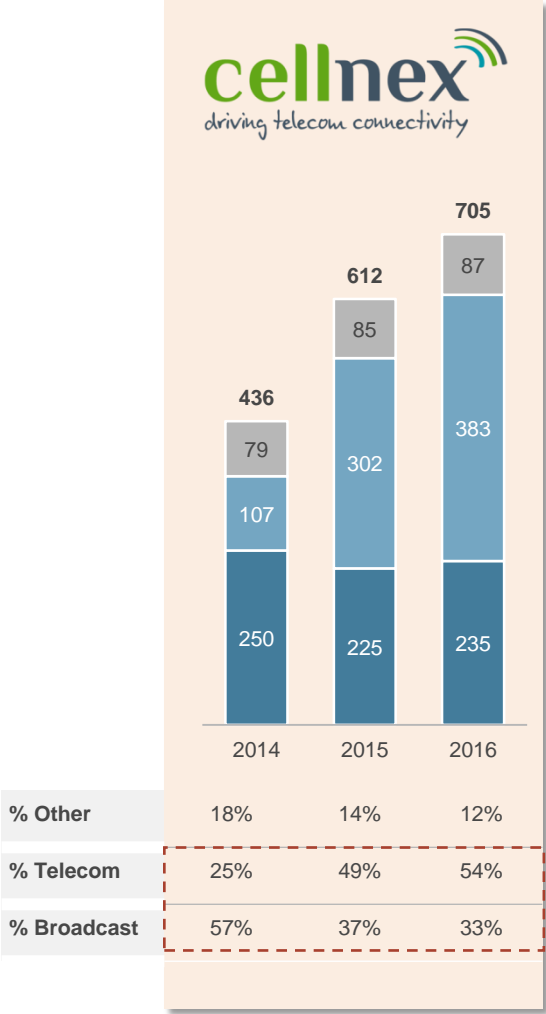
	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45

# Cellnex vis-a-vis Selected European Peers

							
Geography		Western-Central Europe	Italy		Italy	Central-Northern Europe	
SEGMENTS	Broadcast	✓	✓	✓		✓	
	Telecom	✓	✓	✓		✓	
	IoT	✓	✓				
	Media					✓	
Number of sites		27k sites	3.3k sites	11.0k sites	13.9k sites		
Revenues 2017		€ 789m	€ 262m <sup>(1)</sup>	€ 346m <sup>(1)</sup>	€ 677m		

Note: (1) LTM 3Q 2017  
Source: companies data

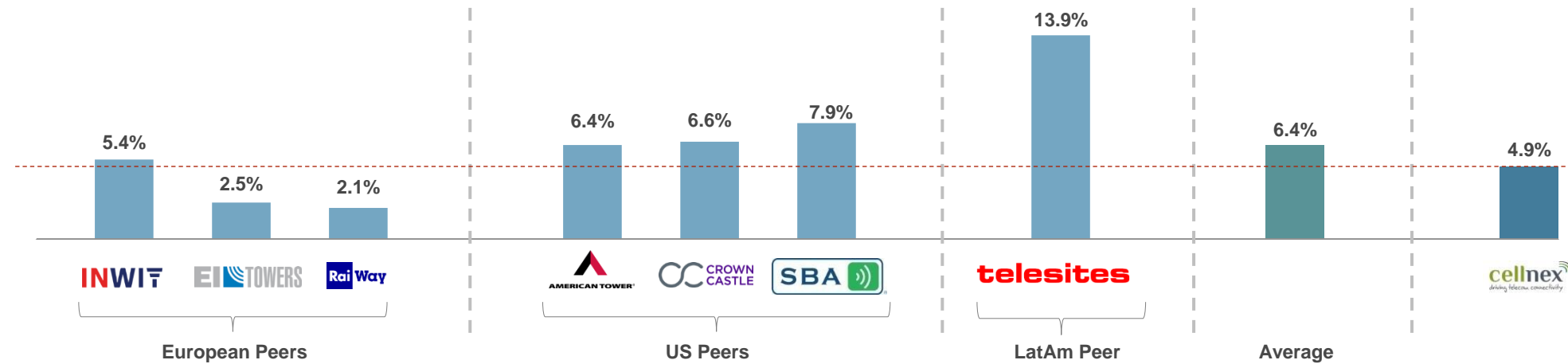
# Revenues Mix Benchmarking



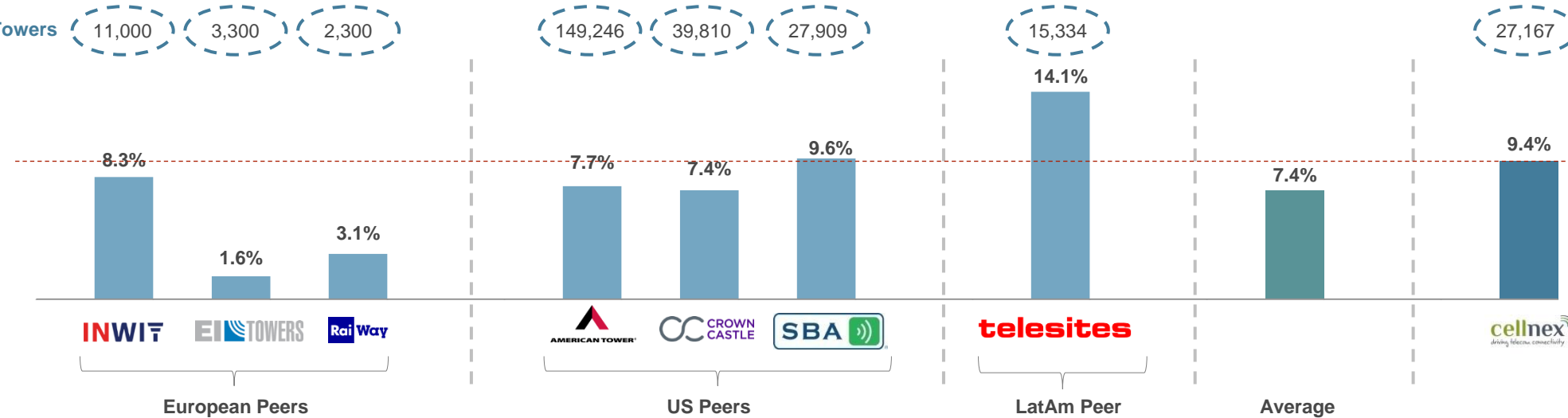
■ Broadcast ■ Telecom ■ Other

# Cellnex vs. Listed Comparable Companies (1/2)

CAGR Sales '18E-'20E

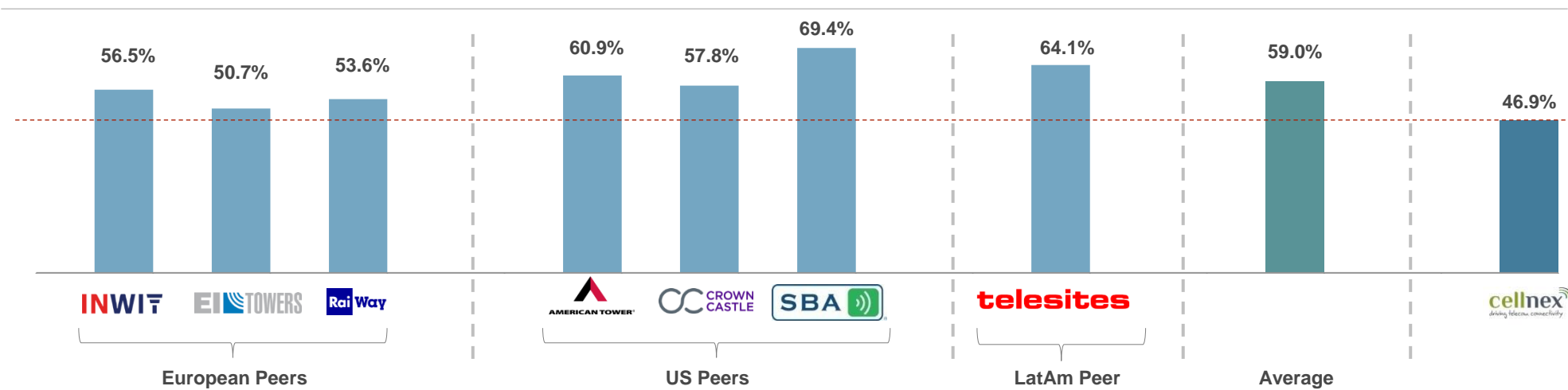


CAGR EBITDA '18E-'20E

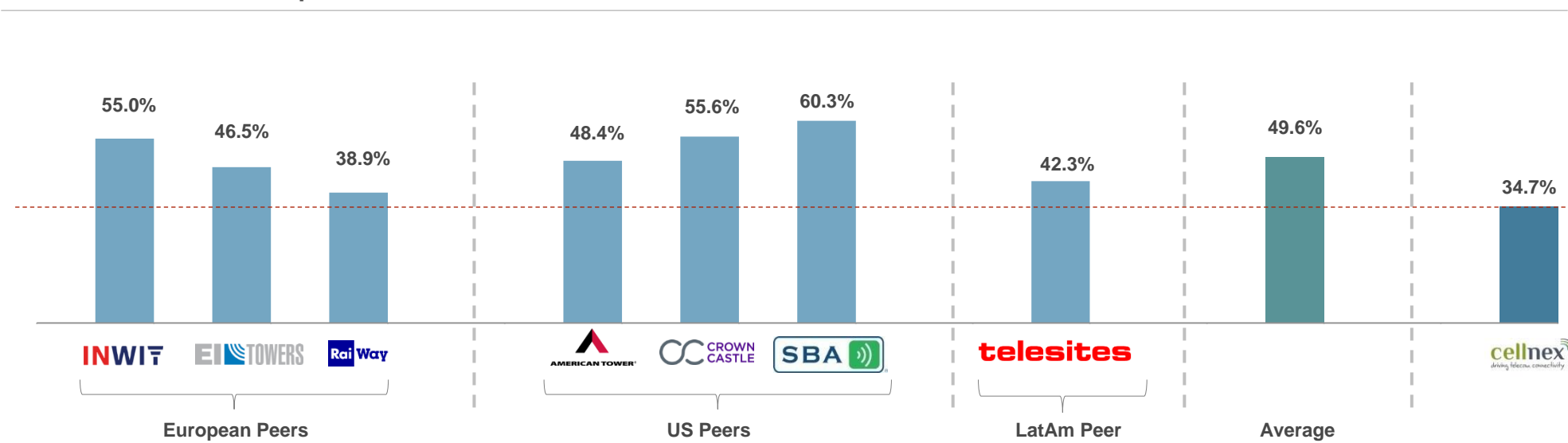


# Cellnex vs. Listed Comparable Companies (2/2)

EBITDA Margin '18E



EBITDA-Maintenance Capex as a % of Revenues '18E

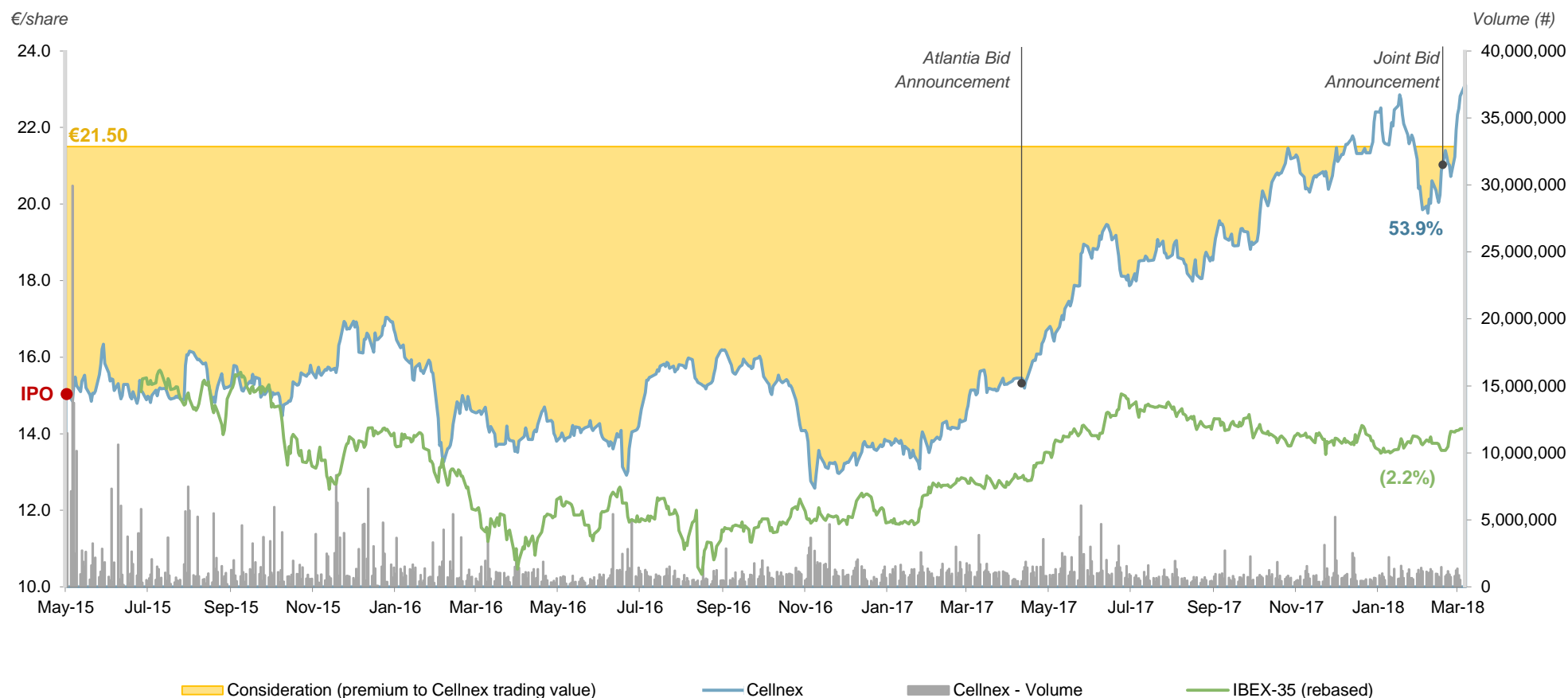




	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45

# Cellnex Share Price Performance (1/2)

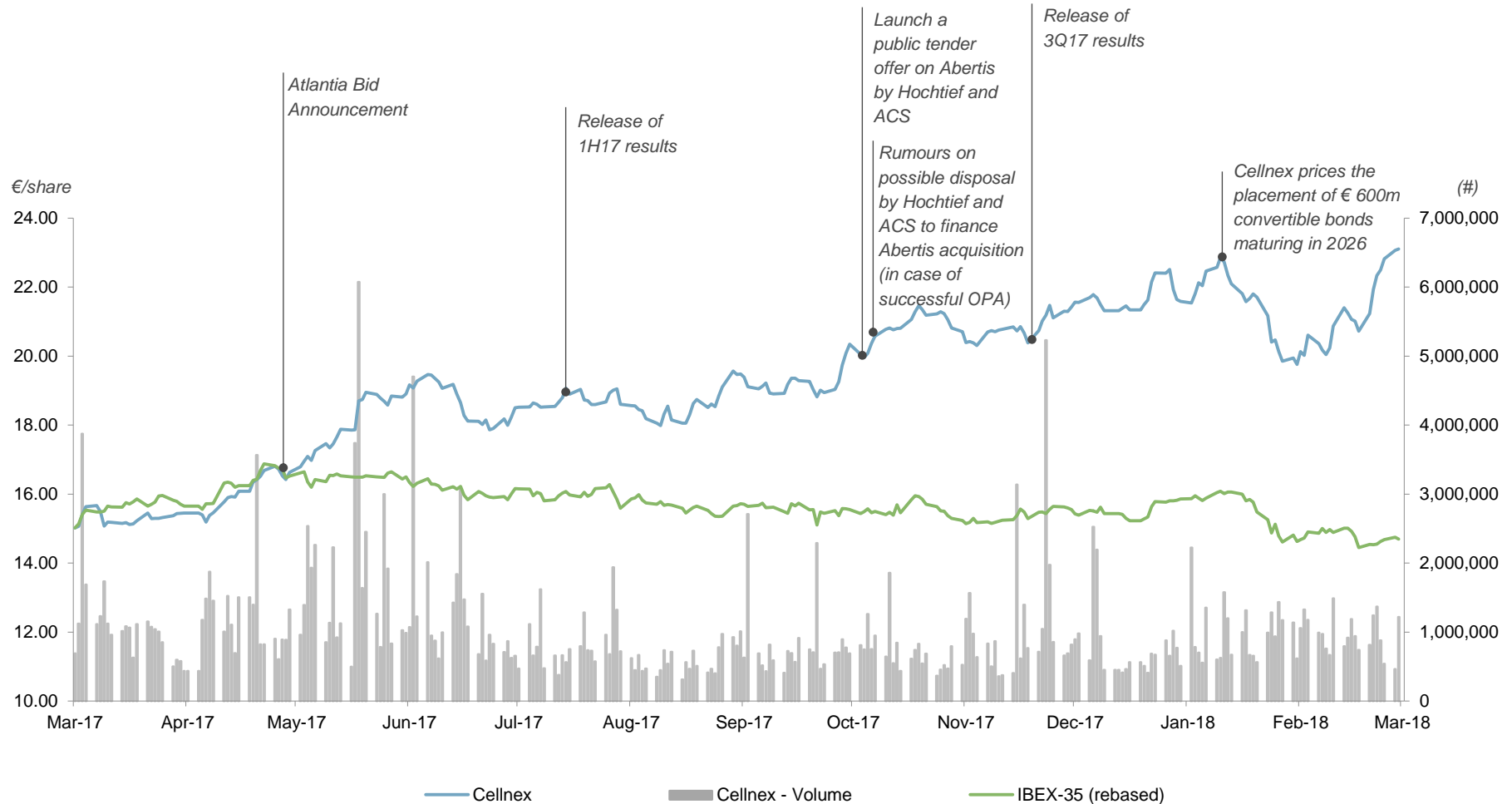
- The Consideration is the highest price over the last three years prior to January 2018, when prices started increasing also on the basis of a potential extraordinary transaction on Cellnex's main shareholders
- All market analysis are based on prices before March 13<sup>th</sup>, 2018 date of the announcement of the agreement between Atlantia, Hochtief and ACS on Abertis ("Joint Bid Announcement")
- In addition, it is also considering the May 15<sup>th</sup>, 2017 as a relevant date for the analysis as the date of the launch of a public tender offer by Atlantia on Abertis ("Atlantia Bid Announcement")



# Cellnex Share Price Performance (2/2)

In the 12 months prior to the Joint Bid Announcement, Cellnex's share price has significantly over performed the IBEX – 35 also backed by M&A/speculative rumors on Abertis (controlling shareholder)

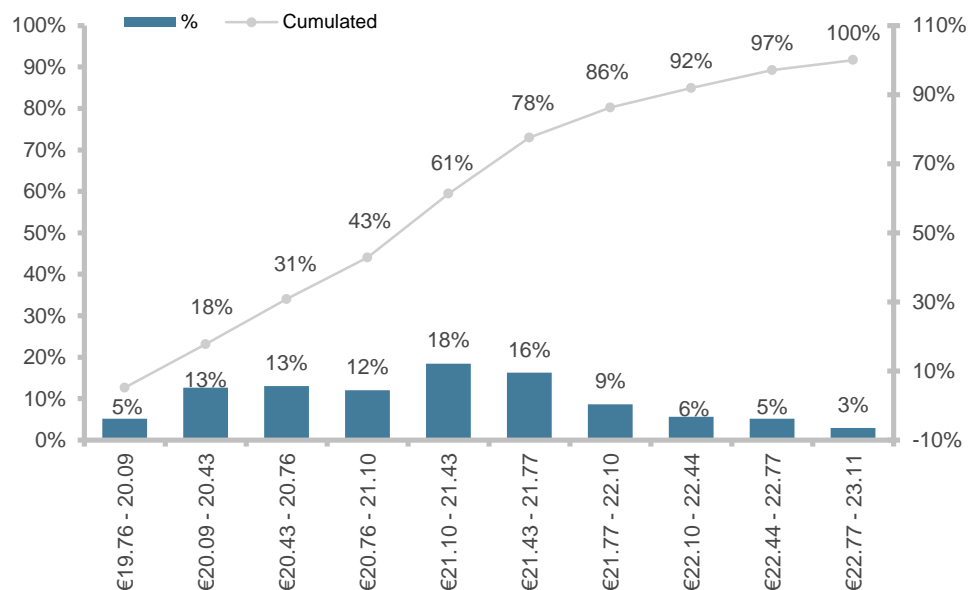
## Share Price in the 12 months Prior to the Joint Bid Announcement



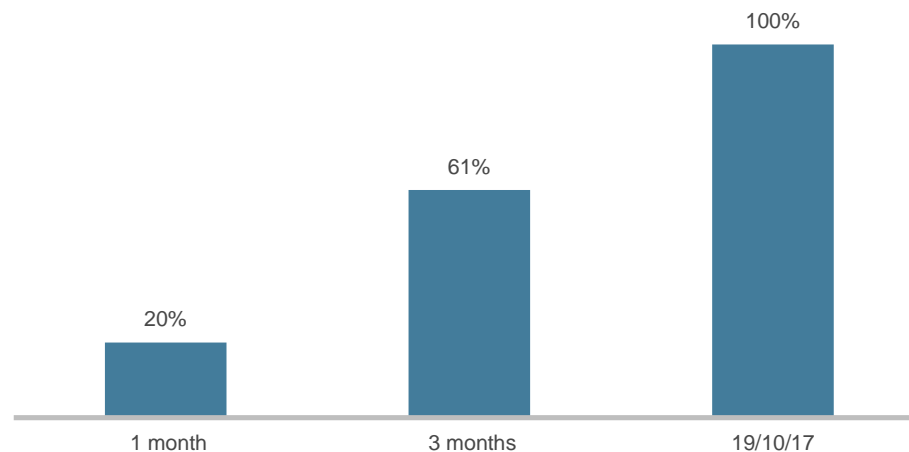
# Liquidity Analysis of Cellnex

- The average trading volume in the 12 months prior to acquisition was c. 1 million
- Free float turnover in c. 5 months
- Approximately 80% of turnover rotation at price lower than €21.77

Volume per Price Range From 19 Oct. 2017 to 13 March 2018<sup>(1)</sup>

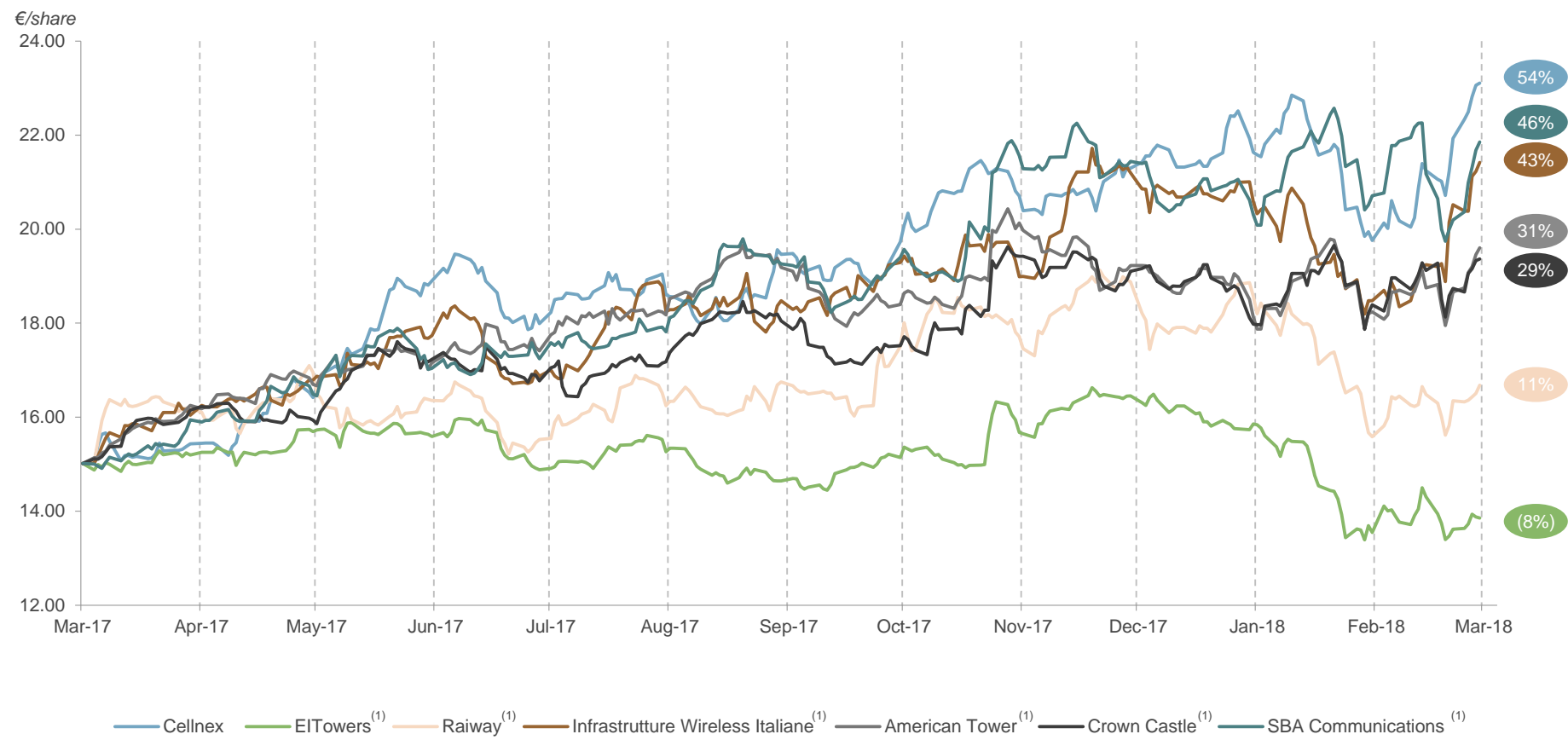


Free Float Turnover



# Cellnex Share Price Performance vs. Comparables

Since March 2017, Cellnex's share price increased by approx. 54% from 15.01 €/share to 23.11 €/share, significantly outperforming its comparables



Note: (1) Rebased on Cellnex share price  
Source: company data, Bloomberg as of 13/03/2018

# Historical Multiple Evolution

Widening gap between multiple and share price evolution, i.e. price increase mainly due to a multiple re-rating

## Historical EV/EBITDA NTM vs Rebased Share Price since IPO



Note: (1) Rebased on Cellnex EV/EBITDA NTM  
Source: company data, Bloomberg as of 13/03/2018

	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
Introduction	34
Valuation Considerations	37
6. Appendix	45

	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
Introduction	34
Valuation Considerations	37
6. Appendix	45

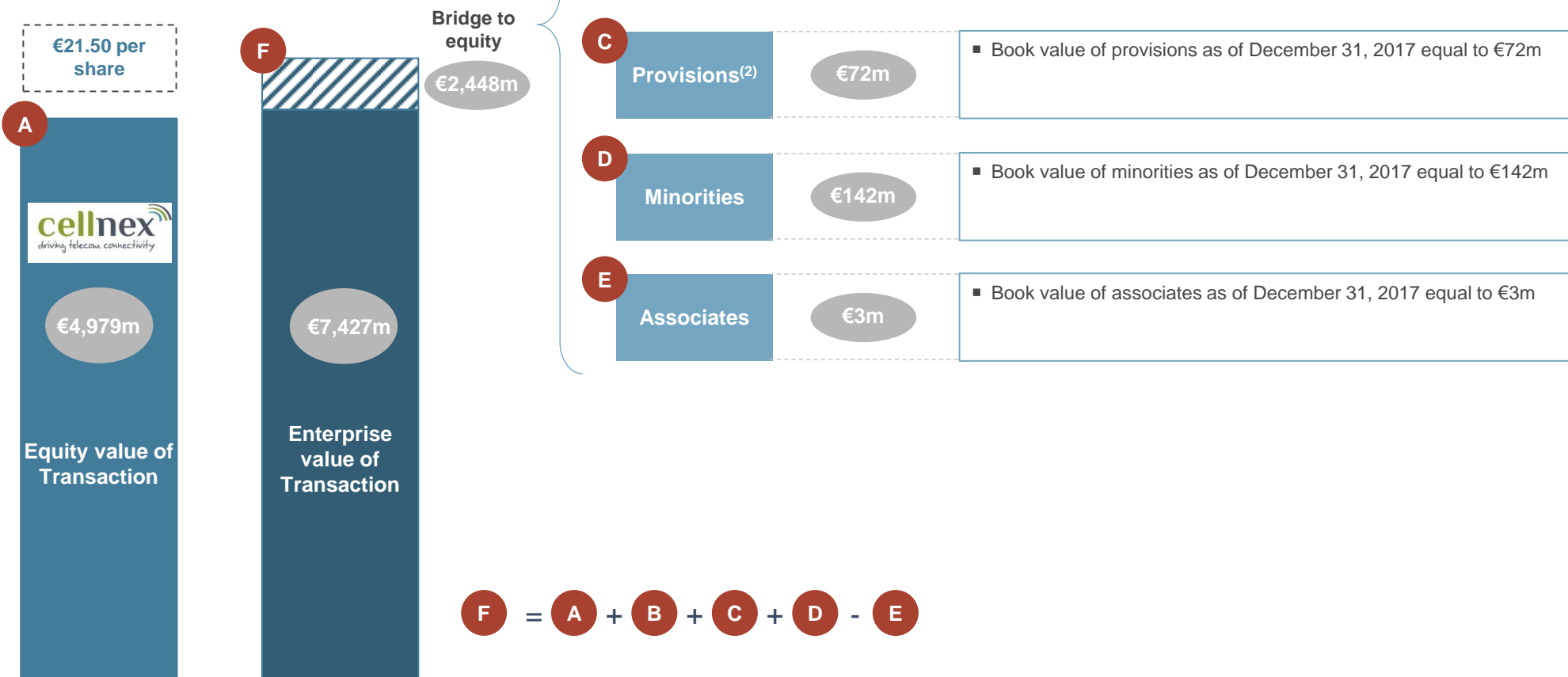


# Valuation Approach

	Method	Comments	Significance
A	SHARE PRICE PERFORMANCE	<ul style="list-style-type: none"> <li>The share price performance is a useful benchmark as to how the market values Cellnex</li> <li>The analysis is based on share price taking into account the Atlantia Bid Announcement and the Joint Bid Announcement as reference dates</li> <li>The methodology is considered medium-high significant thanks to an adequate level of free float and a high level of liquidity of the share</li> </ul>	Medium - High
B	DCF	<ul style="list-style-type: none"> <li>Valuation on public information, not including a disclosed business plan prepared by Cellnex's management                             <ul style="list-style-type: none"> <li>The discounted cash flow analysis ("DCF") has been performed on cash flows estimated through a broker consensus (i.e. 5 brokers' reports)</li> </ul> </li> <li>The reports considered for the estimation of Cellnex's cash flow have been published after the release of 2017 annual results by Cellnex (i.e. February 16<sup>th</sup>, 2018)</li> <li>The unavailability of a business plan prepared by Cellnex's management limits the significance of the DCF method</li> </ul>	Medium
C	TRADING MULTIPLES	<ul style="list-style-type: none"> <li>Relevant panel of comparable companies in terms of size and business                             <ul style="list-style-type: none"> <li>EV/EBITDA multiple is the most appropriate and widely used indicator to measure companies operating in the tower industry</li> </ul> </li> <li>Cellnex's EBITDA utilized for the calculation of Cellnex's enterprise value has been adjusted for non recurring items in order to make Cellnex's EBITDA comparable to its peers                             <ul style="list-style-type: none"> <li>Comparable have been divided between broadcasting and telecom panels and the resulting average multiples of the panels have been weighted for Cellnex revenues mix in order to calculate the enterprise value</li> </ul> </li> <li>Differences of mix of business and geographic presence affect the significance of the method</li> </ul>	Medium
D	BROKERS' TARGET PRICES	<ul style="list-style-type: none"> <li>High coverage represented by a panel of 20 analysts that released a target price and a recommendation post publication of 2017 results by Cellnex (i.e. February 16<sup>th</sup>, 2018)</li> <li>Brokers estimate Cellnex's value mainly through a DCF methodology, but most brokers estimate target prices based on 1/1.5 years target, following significant activities by Cellnex</li> </ul>	Limited
E	TRANSACTION MULTIPLES	<ul style="list-style-type: none"> <li>Transactions occurred in the reference business are mainly asset deals (small groups of towers, local players, etc.), with limited comparability to the Transaction</li> </ul>	Not applied
F	PTO PREMIA	<ul style="list-style-type: none"> <li>Due to the key features of the Transaction, involving a 29.9% stake (just below PTO threshold) not considered for the analysis</li> </ul>	Not applied

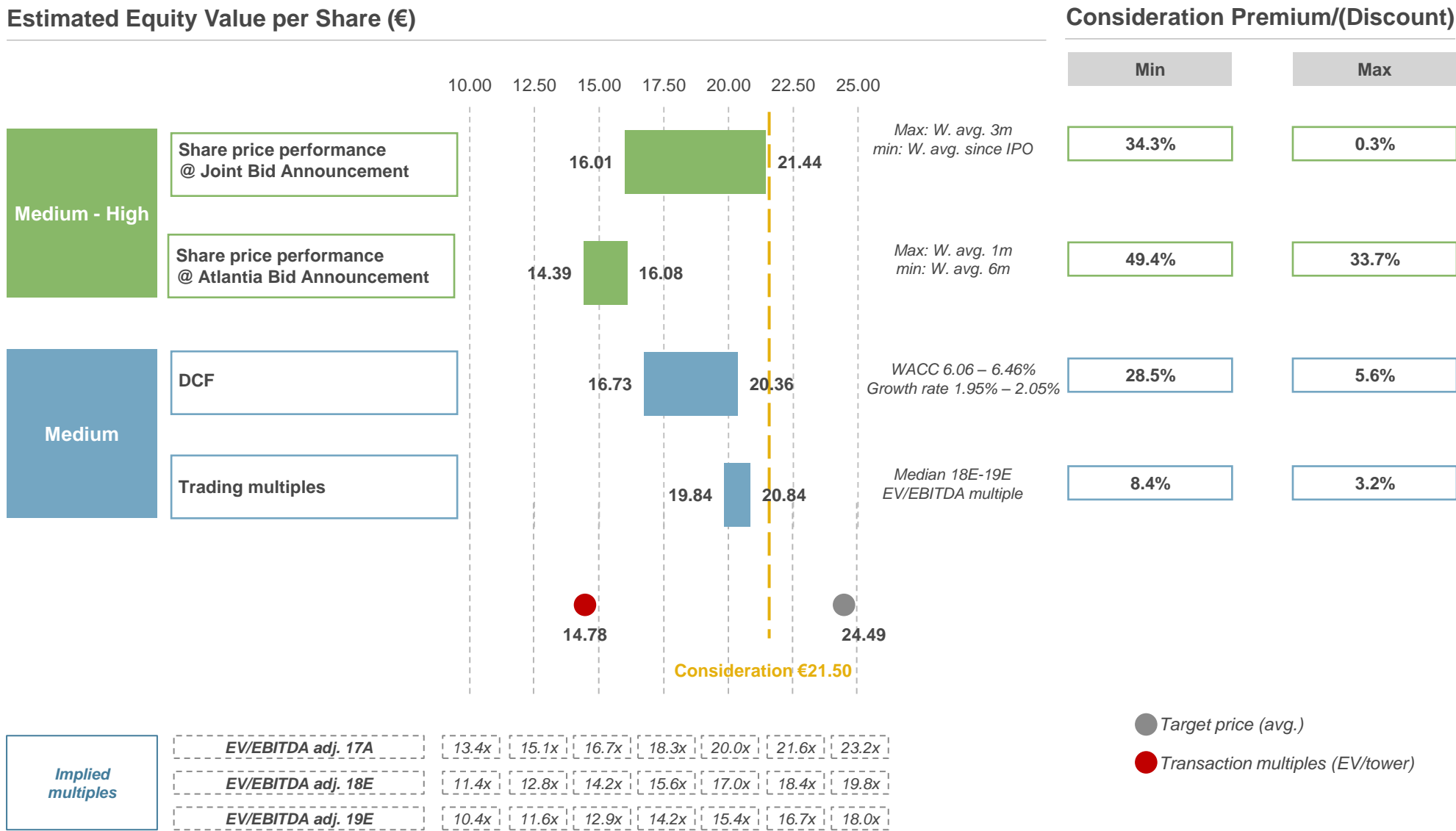
# Capital Structure as of December 31, 2017

Cellnex shares <sup>(1)</sup>	#
Issued Shares	231,683,240
# treasury shares	(86,758)
<b>Outstanding Shares</b>	<b>231,596,482</b>



	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
Introduction	34
Valuation Considerations	37
6. Appendix	45

# Valuation Considerations Results Overview



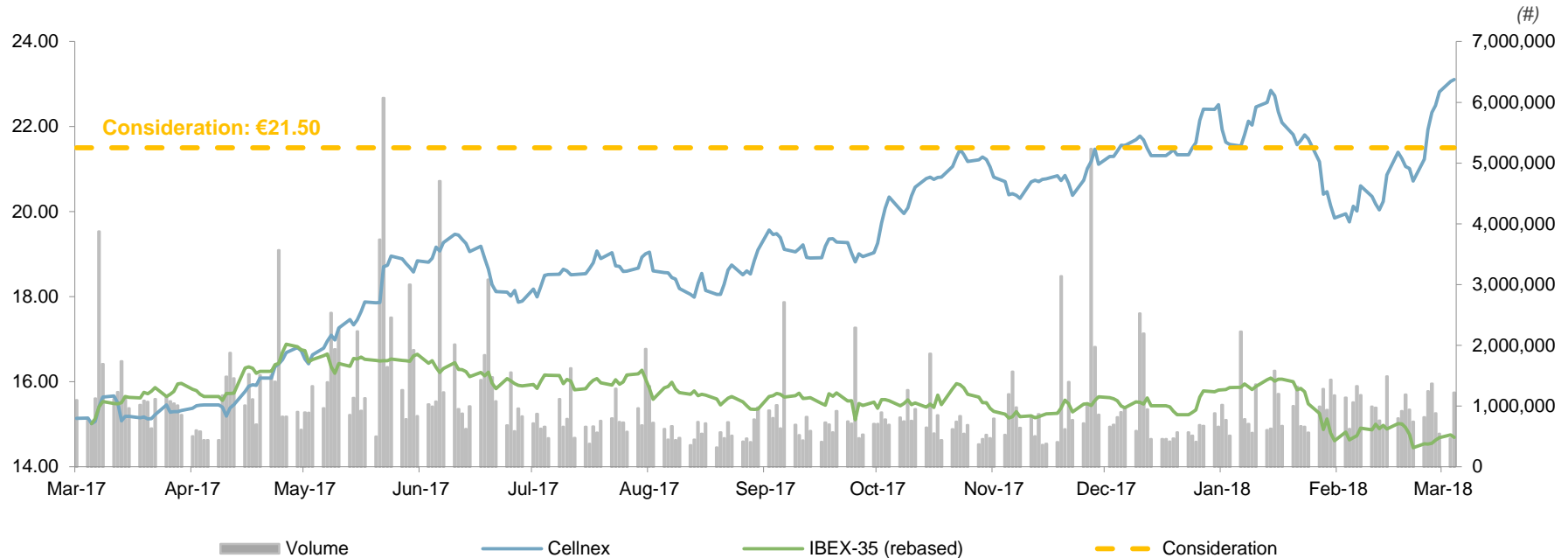
Source: Capital IQ, Bloomberg, company data

# A. Share Price Performance @ Joint Bid Announcement

Medium - High

## Share Price Performance in the 12 Months Prior to the Joint Bid Announcement

€/share



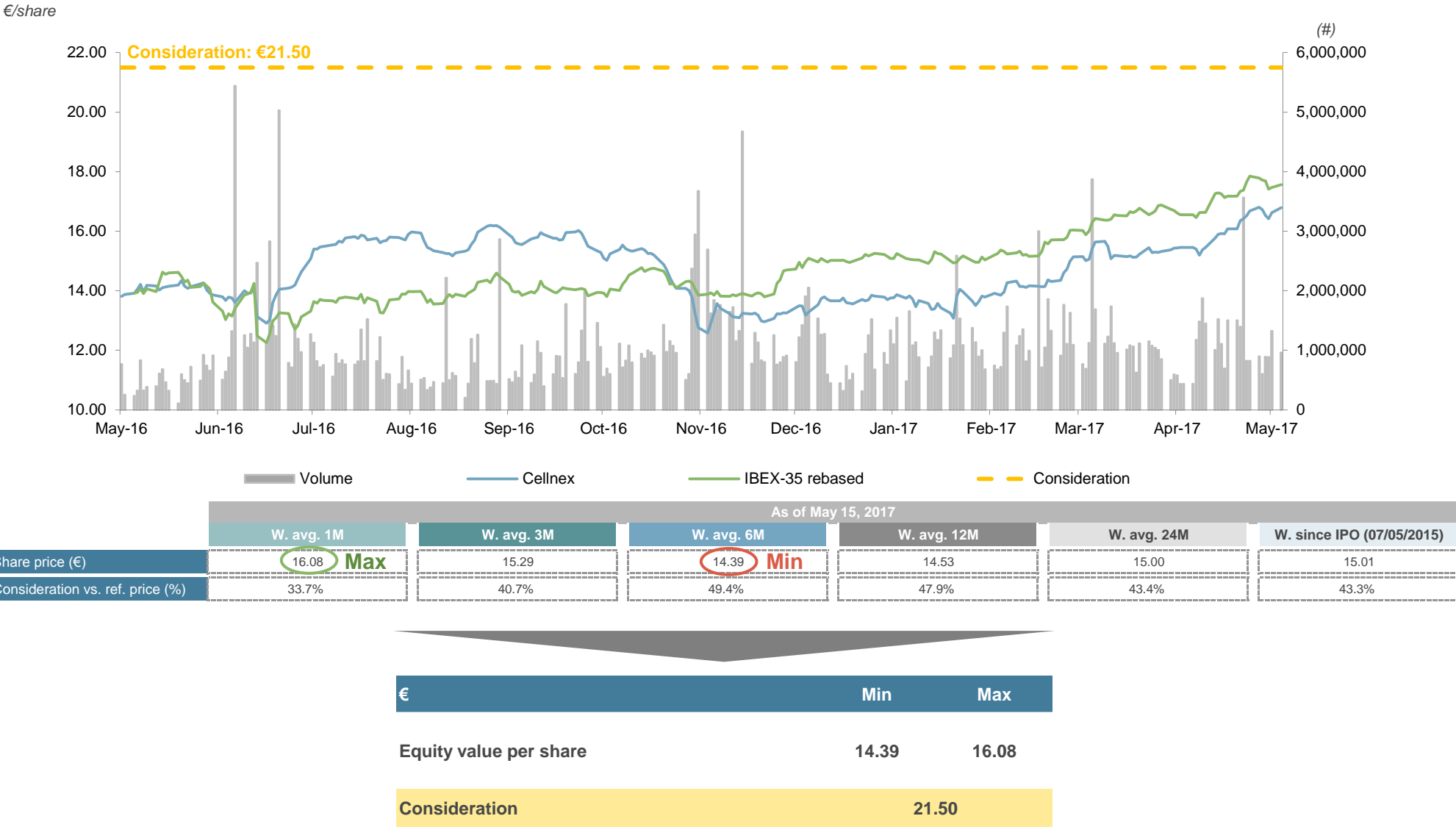
	As of March 13, 2018					
	W. avg. 1M	W. avg. 3M	W. avg. 6M	W. avg. 12M	W. avg. 12M	W. since IPO (07/05/2015)
Share price (€)	21.20	21.44 <b>Max</b>	20.89	19.01	16.60	16.01 <b>Min</b>
Consideration vs. ref. price (%)	1.4%	0.3%	2.9%	13.1%	29.5%	34.3%

€	Min	Max
Equity value per share	16.01	21.44
Consideration	21.50	

# A. Share Price Performance @ Atlantia Bid Announcement

Medium - High

## Share Price Performance in the 12 Months Prior to the Atlantia Bid Announcement



Source: company data, Bloomberg as of May 15, 2018

## B. DCF

Medium

### Valuation parameters

Enterprise value	$W = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FOCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$
Terminal value	$TV = \frac{FOCF_n \times (1+g)}{WACC - g}$
Value per share	$VPS = \frac{W - NFP + / - \text{Other adj.}}{\text{Number of shares}}$
Valuation date	March 23 <sup>rd</sup> , 2018
WACC	6.06% - 6.46%
Terminal growth rate	1.95% - 2.05%
Financial projections period	2018 – 2022

### Enterprise Value (€m)

	Growth Rate	WACC				
		5.86%	6.06%	6.26%	6.46%	6.66%
	1.90%	7,217	6,843	6,504	6,194	5,911
	1.95%	7,305	6,922	6,575	6,259	5,970
	2.00%	7,395	7,003	6,648	6,325	6,030
	2.05%	7,487	7,085	6,723	6,393	6,092
	2.10%	7,581	7,170	6,799	6,462	6,154

### EV/EBITDA Adj. 2018E (x)

	Growth Rate	WACC				
		5.86%	6.06%	6.26%	6.46%	6.66%
	1.90%	17.3x	16.4x	15.6x	14.9x	14.2x
	1.95%	17.5x	16.6x	15.8x	15.0x	14.3x
	2.00%	17.8x	16.8x	16.0x	15.2x	14.5x
	2.05%	18.0x	17.0x	16.1x	15.4x	14.6x
	2.10%	18.2x	17.2x	16.3x	15.5x	14.8x

### Equity value (€m)

	Growth Rate	WACC				
		5.86%	6.06%	6.26%	6.46%	6.66%
	1.90%	4,849	4,469	4,124	3,809	3,521
	1.95%	4,938	4,549	4,196	3,875	3,581
	2.00%	5,030	4,631	4,271	3,942	3,642
	2.05%	5,123	4,715	4,346	4,011	3,705
	2.10%	5,220	4,802	4,424	4,081	3,769

### Equity value per share (€)

	Growth Rate	WACC				
		5.86%	6.06%	6.26%	6.46%	6.66%
	1.90%	20.94	19.30	17.81	16.45	15.20
	1.95%	21.32	19.64	18.12	16.73	15.46
	2.00%	21.72	20.00	18.44	17.02	15.73
	2.05%	22.12	20.36	18.77	17.32	16.00
	2.10%	22.54	20.73	19.10	17.62	16.27

### Valuation range

€	Min	Max
Equity value per share	16.73	20.36
Consideration per share	21.50	

# C. Trading Multiples

Medium

Company	Country	Market cap. <sup>(1)</sup> (EURm)	EV (EURm)	NFP / EBITDA 2018	Telecom exposure (%)	EV / EBITDA			EV / (EBITDA - Capex)			#Tower	EV / Tower (EURk)
						2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
Europe													
Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A.	IT	3,558	3,606	0.2x	100.0%	16.9x	15.4x	14.4x	17.4x	15.7x	14.8x	11,000	328
EI Towers S.p.A	IT	1,326	1,630	2.1x	15.0%	11.5x	10.8x	11.1x	12.5x	11.8x	12.2x	3,300	494
Rai Way S.p.A.	IT	1,322	1,356	0.1x	0.0%	11.4x	11.0x	10.8x	15.8x	14.4x	12.6x	2,300	589
Median						11.5x	11.0x	11.1x	15.8x	14.4x	12.6x	494	
Average						13.3x	12.4x	12.1x	15.2x	14.0x	13.2x	470	
US													
American Tower Corporation (REIT)	US	50,285	67,417	4.4x	100.0%	19.0x	17.7x	16.4x	23.9x	22.1x	19.8x	149,246	452
Crown Castle International Corp. (REIT)	US	35,808	48,665	5.1x	100.0%	19.5x	18.2x	16.9x	20.2x	19.0x	17.5x	39,810	1,222
SBA Communications Corporation	US	15,565	23,057	7.2x	100.0%	22.0x	20.1x	18.3x	25.3x	23.1x	21.1x	27,909	826
Median						19.5x	18.2x	16.9x	23.9x	22.1x	19.8x	826	
Average						20.2x	18.7x	17.2x	23.1x	21.4x	19.5x	833	
LatAm													
Telesites, S.A.B. de C.V.	MX	2,042	3,012	5.4x	100.0%	16.7x	14.9x	12.8x	25.3x	21.7x	17.8x	15,334	196
Median						16.9x	15.4x	14.4x	20.2x	19.0x	17.5x	494	
Average						16.7x	15.4x	14.4x	20.1x	18.3x	16.5x	587	
Telecom Peers <sup>(2)</sup>													
Median						19.2x	17.9x	16.6x	22.1x	20.5x	18.7x	639	
Average						19.4x	17.8x	16.5x	21.7x	20.0x	18.3x	707	
Broadcasting Peers <sup>(3)</sup>													
Median						11.5x	11.0x	11.1x	15.8x	14.4x	12.6x	494	
Average						13.2x	12.3x	11.6x	17.9x	16.0x	14.2x	427	
Cellnex (@ Consideration)	SP	4,979	7,427	5.4x	70.0%	17.8x	16.2x	14.9x	24.1x	22.4x	21.0x	27,167	273

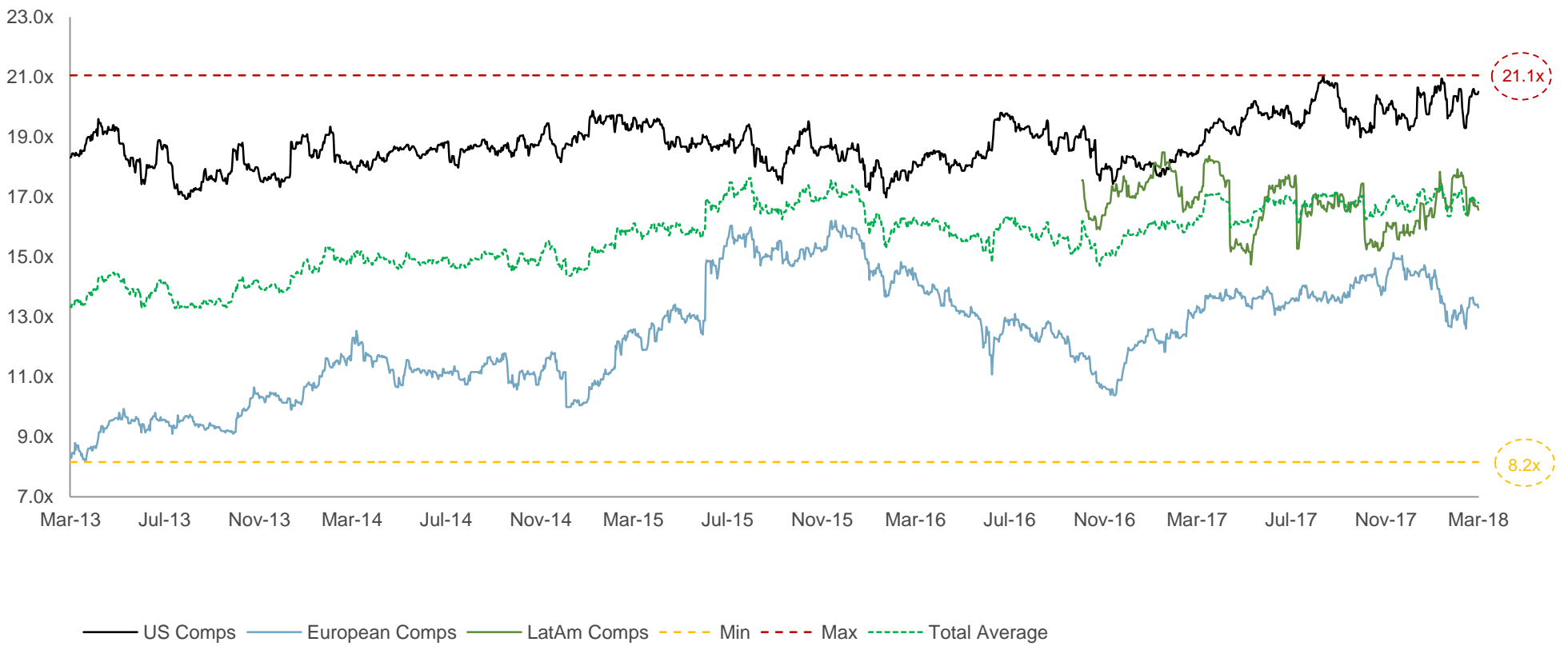
Notes: (1) 3M average market cap; (2) Including: Infrastrutture Wireless Italian S.p.A., American Tower Corporation (REIT), Crown Castel International Corp (REIT); SBA Communications Corporation; (3) Including: EI Towers S.p.A., Rai Way S.p.A., Telesites S.A.B. de C.V.

Source: Bloomberg as of March 20, 2018, company data



# C. Historical Trading Multiples

Medium



## C. Trading Multiples – Application

Medium

■ Since Broadcasting tower company trade at significant discount in respect to Telecoms, Telecom and Broadcasting average EV/EBITDA have been weighted for Cellnex revenues mix (Telecom and other service 70% and Broadcast 30%) in order to calculate the enterprise value of Cellnex

■ Panel influenced by favorable tax structure (REIT) of two US comparables

– They are required to distribute 90% of net income under a tax pass-through structure

– In addition US peers show a significant difference in terms of size

### EV/EBITDA multiples

Multiple Calculation			
		2018E	2019E
Median EV/EBITDA - Telecom	A	19.2x	17.9x
Telecom weight	B	70.0%	70.0%
Weighted EV/EBITDA - Telecom	C=A*B	13.5x	12.6x
Median EV/EBITDA - Broadc.	D	11.5x	11.0x
Broadcasting weight	E	30.0%	30.0%
Weighted EV/EBITDA - Broadc.	F=D*E	3.4x	3.3x
<b>Blended EV/EBITDA</b>	<b>G=C+F</b>	<b>16.9x</b>	<b>15.9x</b>

Valuation range			
		2018E	2019E
Median EV/EBITDA (x)	G	16.9x	15.9x
Adjusted EBITDA (€m)	H	416	459
<b>Enterprise value (€m)</b>	<b>I=G*H</b>	<b>7,041</b>	<b>7,274</b>
Bridge to equity (€m)	J	(2,448)	(2,448)
<b>Equity value (€m)</b>	<b>K=I+J</b>	<b>4,594</b>	<b>4,826</b>
Nr. of shares (#m)	L	232	232
<b>Value per share (€)</b>	<b>M=K/L</b>	<b>19.84</b>	<b>20.84</b>
		<b>Min</b>	<b>Max</b>

### Valuation range

€	Min	Max
Equity value per share	19.84	20.84
<b>Consideration per share</b>	<b>21.50</b>	

	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45
DCF Details	46
WACC Details	49
Trading Comparables Description	51
Historical Trading Multiples	56
Brokers' Target Prices	60
Transaction Multiples	65
Other Valuation Materials	68
Examined Documentation	70

	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45
DCF Details	46
WACC Details	49
Trading Comparables Description	51
Historical Trading Multiples	56
Brokers' Target Prices	60
Transaction Multiples	65
Other Valuation Materials	68
Examined Documentation	70

# DCF Details <sup>(1/2)</sup>

- Financial projections are based on broker consensus post release of 2017 annual results
- 5 brokers' reports: Kepler (15/03/2018), RBC (06/03/2018), Barclays (02/03/2018), Morgan Stanley (01/03/2018), Deutsche Bank (20/02/2018)

€m	Broker consensus						CAGR '18E-'22E
	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	
<b>Revenues</b>	<b>789.3</b>	<b>887.2</b>	<b>933.2</b>	<b>976.5</b>	<b>1,034.3</b>	<b>1,077.0</b>	<b>5.0%</b>
Growth (%)	-	12.4%	5.2%	4.6%	5.9%	4.1%	
<b>EBITDA adj.</b>	<b>354.5</b>	<b>416.3</b>	<b>458.6</b>	<b>498.2</b>	<b>540.0</b>	<b>577.0</b>	<b>8.5%</b>
% on revenues	44.9%	46.9%	49.1%	51.0%	52.2%	53.6%	
(-) D&A	(225.4)	(268.8)	(274.8)	(267.4)	(292.5)	(287.5)	
<b>EBIT adj.</b>	<b>129.2</b>	<b>147.5</b>	<b>183.9</b>	<b>230.8</b>	<b>247.5</b>	<b>289.5</b>	<b>(0.0%)</b>
% on revenues	16.4%	16.6%	19.7%	23.6%	23.9%	26.9%	

€m	Broker consensus					
	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>Capex</b>	<b>(165.2)</b>	<b>(108.2)</b>	<b>(127.4)</b>	<b>(144.7)</b>	<b>(167.7)</b>	<b>(136.7)</b>
% on revenues	20.9%	12.2%	13.7%	14.8%	16.2%	12.7%
<b>Acquisitions</b>	<b>(806.8)</b>	<b>(279.4)</b>	<b>(167.6)</b>	<b>(153.9)</b>	<b>(125.0)</b>	-
% on revenues	102.2%	31.5%	18.0%	15.8%	12.1%	-
<b>Delta net working capital</b>	<b>- <sup>(1)</sup></b>	<b>(0.6)</b>	<b>(0.6)</b>	<b>(0.4)</b>	-	-
% on revenues	-	0.1%	0.1%	0.0%	-	-

# DCF Details (2/2)

€m	2017A	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	Terminal Value
<b>Revenues</b>	<b>789.3</b>	<b>887.2</b>	<b>933.2</b>	<b>976.5</b>	<b>1,034.3</b>	<b>1,077.0</b>	<b>1,098.5</b>
Growth (%)	-	12.4%	5.2%	4.6%	5.9%	4.1%	2.0%
<b>EBITDA adj.</b>	<b>354.5</b>	<b>416.3</b>	<b>458.6</b>	<b>498.2</b>	<b>540.0</b>	<b>577.0</b>	<b>588.5</b>
Margin (%)	44.9%	46.9%	49.1%	51.0%	52.2%	53.6%	53.6%
(-) Taxes on EBIT adj.	(36.8)	(42.0)	(52.4)	(65.8)	(70.5)	(82.5)	(134.7)
% on EBIT adj.	(28.5%)	(28.5%)	(28.5%)	(28.5%)	(28.5%)	(28.5%)	(28.5%)
(-) Capex	(165.2)	(108.2)	(127.4)	(144.7)	(167.7)	(136.7)	(116.0)
% on revenues	20.9%	12.2%	13.7%	14.8%	16.2%	12.7%	10.6%
(-) Acquisitions	(806.8)	(279.4)	(167.6)	(153.9)	(125.0)	-	-
% on revenues	102.2%	31.5%	18.0%	15.8%	12.1%	-	-
(-)/+ Delta WC	- <sup>(2)</sup>	(0.6)	(0.6)	(0.4)	-	-	-
% on revenues	-	(0.1%)	(0.1%)	(0.0%)	-	-	-
<b>Unlevered FCF</b>	<b>(654.3)</b>	<b>(14.0)</b>	<b>110.6</b>	<b>133.4</b>	<b>176.8</b>	<b>357.8</b>	<b>337.9</b>
Discount factor		97.0%	91.3%	85.9%	80.8%	76.1%	
<b>PV unlevered FCF</b>		<b>(13.6)</b>	<b>100.9</b>	<b>114.6</b>	<b>142.9</b>	<b>272.2</b>	

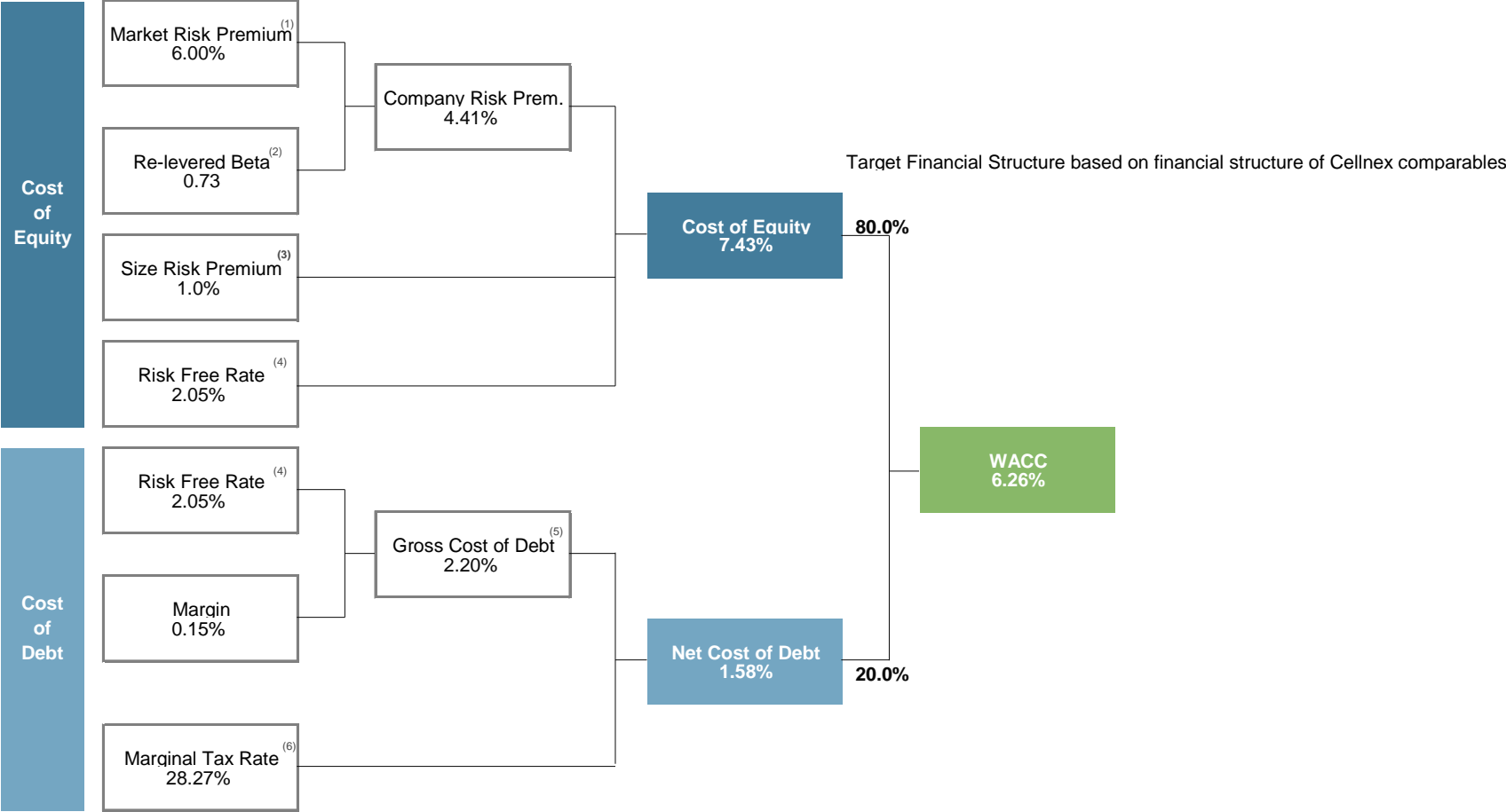
Assumptions	(€m)
Valuation date	23-Mar-18
WACC (%)	6.3%
Perpetuity growth rate (%)	2.0%
<b>Valuation</b>	
PV - Unlevered cash flows	617
PV - Terminal value	6,031
<b>Enterprise value</b>	<b>6,648</b>
<b>Equity value @ 23/03/18<sup>(1)</sup></b>	
<b>Price per share @ 23/03/18<sup>(1)</sup> (€)</b>	<b>18.44</b>

- Business Plan 2018-2022 based on broker consensus
- Terminal value key assumptions:
  - Ebitda margin in line with 2022
  - Marginal tax rate based on broker consensus at 28.5%
  - Capex equal to sum of (i) maintenance capex (6.0% of revenues) and (ii) capex necessary for terminal value growth (€50m)
  - D&A in line with capex
  - Zero working capital absorption / generation
- Terminal value calculated on the basis of Gordon's formula
- Equity value as of December 31<sup>st</sup>, 2017 capitalized at cost of equity until the valuation date

Note: (1) Capitalized at cost of equity (7.43%) to March 23<sup>th</sup>, 2018; (2) Computed based on a definition of net working capital consistent with broker reports used as reference for DCF valuation  
Source: broker reports

	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45
DCF Details	46
WACC Details	49
Trading Comparables Description	51
Historical Trading Multiples	56
Brokers' Target Prices	60
Transaction Multiples	65
Other Valuation Materials	68
Examined Documentation	70

# WACC Details






1. Source: "Equity Risk Premium – March 2017 update", written by Karen Miles and Terence Tchen  
2. Median unlevered Beta calculated on comparable companies included in our comparable panel, re-levered according to target financial structure (source: Bloomberg)  
3. Additional specific risk to take into consideration the size of Cellnex (source: Duff & Phelps 2016 Valuation Handbook)  
4. 10Y average 10 years of Gov. Bonds' annual return of Spain, France and Italy weighted for Ebitda contribution of each country to Cellnex's Ebitda (source: Bloomberg)  
5. Gross cost of debt equal to Cellnex average interest rate on financial debt as of December 31, 2017  
6. Weighted average for Ebitda contribution of each country to Cellnex's Ebitda of marginal tax rate of Spain, France and Italy and into force from January 1, 2018 (source: KPMG and public data)  
Source: Capital IQ Bloomberg, Annual Reports









	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45
DCF Details	46
WACC Details	49
Trading Comparables Description	51
Historical Trading Multiples	56
Brokers' Target Prices	60
Transaction Multiples	65
Other Valuation Materials	68
Examined Documentation	70

# Trading Comparables Description <sup>(1/3)</sup>

Company	Description	Main shareholders	%	Key financials (m)
<b>Infrastrutture Wireless Italiane</b>  Mkt Cap <sup>(1)</sup> : € 3.56bn	<ul style="list-style-type: none"> <li>Founded in 2015 and headquartered in Milan (Italy), Infrastrutture Wireless Italiane is the company of the Telecom Italia Group that operates in Italy in the field of electronic communications infrastructure</li> <li>It offers integrated hosting and management and maintenance services development of new sites and turnkey services for the planning and creation of radio networks</li> <li>The company manages approximately 11,000 sites</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Telecom Italia</li> <li>Free Float</li> </ul>	60% 40%	<b>3Q 2017 (LTM)</b>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>Revenues € 346</li> </ul>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDA € 181</li> </ul>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>Capex € 43</li> </ul>
<b>EI Towers</b>  Mkt Cap <sup>(1)</sup> : € 1.33bn	<ul style="list-style-type: none"> <li>Founded in 1999 and headquartered in Lissone (Italy), EI Towers is engaged in the operation of infrastructures used in radio and television broadcasting and in delivering telecommunications services</li> <li>It offers network infrastructure and integrated services for electronic communications and various services of hosting and maintenance</li> <li>It manages a portfolio of approximately 3,300 sites, a fiber optic network of c. 6,000 km and a satellite infrastructure</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Mediaset Group</li> <li>Free Float</li> </ul>	40% 60%	<b>3Q 2017 (LTM)</b>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>Revenues € 262</li> </ul>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDA € 130</li> </ul>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>Capex € 26</li> </ul>
<b>Rai Way</b>  Mkt Cap <sup>(1)</sup> : € 1.32bn	<ul style="list-style-type: none"> <li>Founded in 1999 by Rai Radiotelevisione Italiana and headquartered in Rome (Italy), Rai Way owns and manages television and radio transmission and broadcasting networks in Italy</li> <li>It offers terrestrial and satellite transmissions of televisions and radio signals, tower rental services and network services</li> <li>It operates and manages c. 2,300 sites</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Rai</li> <li>Free Float</li> </ul>	65% 35%	<b>3Q 2017 (LTM)</b>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>Revenues € 216</li> </ul>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDA € 110</li> </ul>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>Capex € 25</li> </ul>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>EBITDA - Capex € 85</li> </ul>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>Net Debt € 16</li> </ul>
				<ul style="list-style-type: none"> <li>Net Debt/EBITDA (x) 0.1x</li> </ul>


Note: (1) Average 3M market cap  
Source: company data, Capital IQ

# Trading Comparables Description (2/3)

Company	Description	Main shareholders	%	Key financials (m)	
<div><div>American Tower</div><div> </div><div>Mkt Cap<sup>(1)</sup>: € 50.29bn</div></div>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Founded in 1995 and headquartered in Boston (U.S.), American Tower is a leading independent owner, operator and developer of wireless and broadcast communications real estate</li><li>■ It provides customized collocation solutions through in-building systems, outdoor distributed antenna systems and services that speed network deployment</li><li>■ It has a portfolio of over 150,000 communications sites</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Vanguard</li><li>■ BlackRock</li><li>■ Wellington Management</li><li>■ State Street</li><li>■ T Rowe Price Associates</li><li>■ Free Float</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>7%</li><li>6%</li><li>5%</li><li>4%</li><li>4%</li><li>74%</li></ul>	<b>FY 2017</b>	
				■ Revenues	€ 5,909
				■ EBITDA	€ 3,294
				■ Capex	€ 713
				■ EBITDA - Capex	€ 2,581
				■ Net Debt	€ 17,205
				■ Net Debt/EBITDA (x)	5.2x
<div><div>Crown Castle</div><div> </div><div>Mkt Cap<sup>(1)</sup>: € 35.81bn</div></div>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Founded in 1994 and headquartered in Houston (U.S.), Crown Castle is engaged in the telecommunication infrastructure industry</li><li>■ It offers cells and fiber solutions for the U.S. market</li><li>■ It owns, operates and leases more than 40,000 cell towers and approx. 60,000 route miles of fiber</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Capital Group</li><li>■ BlackRock</li><li>■ T Rowe Price</li><li>■ Vanguard</li><li>■ State Steet</li><li>■ Free Float</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>10%</li><li>7%</li><li>7%</li><li>7%</li><li>4%</li><li>66%</li></ul>	<b>FY 2017</b>	
				■ Revenues	€ 3,862
				■ EBITDA	€ 2,027
				■ Capex	€ 75
				■ EBITDA - Capex	€ 1,952
				■ Net Debt	€ 14,050
				■ Net Debt/EBITDA (x)	6.9x
<div><div>SBA Communications</div><div> </div><div>Mkt Cap<sup>(1)</sup>: € 15.66bn</div></div>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Founded in 1989 and headquartered in Boca Raton (U.S.), SBA Communications is a leading provider, owner and operator of wireless communications infrastructures in America</li><li>■ It manages more than 27,909 sites and is among one of the top 20 Real Estate Investment Trusts (REIT) based on market capitalization</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Vanguard</li><li>■ BlackRock</li><li>■ Principal Financial Group</li><li>■ State Street</li><li>■ Brown Advisory</li><li>■ Free Float</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>11%</li><li>7%</li><li>5%</li><li>4%</li><li>2%</li><li>71%</li></ul>	<b>FY 2017</b>	
				■ Revenues	€ 1,532
				■ EBITDA	€ 977
				■ Capex	€ 130
				■ EBITDA - Capex	€ 846
				■ Net Debt	€ 8,195
				■ Net Debt/EBITDA (x)	8.4x

Note: (1) Average 3M market cap  
Source: company data, Capital IQ

# Trading Comparables Description (3/3)

Company	Description	Main shareholders	%	Key financials (m)
<b>Telesites</b>   <b>telesites</b>  Mkt Cap <sup>(1)</sup> : € 2.04bn	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Founded in 2015 and headquartered in Mexico City (Mexico), Telesites engages in the telecommunications infrastructure sector</li> <li>■ It builds, installs, maintains, operates and sells various types of passive telecommunications infrastructure</li> <li>■ It owns and manages over 15,000 towers</li> <li>■ Telesites is the largest tower operator in Mexico and the second largest in Latin America</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Operadora Inbursa</li> <li>■ Vanguard</li> <li>■ BlackRock</li> <li>■ British Columbia Investments</li> <li>■ Sun Life Financial</li> <li>■ Free Float</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2%</li> <li>1%</li> <li>1%</li> <li>1%</li> <li>0%</li> <li>95%</li> </ul>	3Q 2017 (LTM)
				■ Revenues
				■ EBITDA
				■ Capex
				■ EBITDA - Capex
				■ Net Debt
				■ Net Debt/EBITDA (x)
				€ 266
				€ 154
				€ 87
				€ 66
				€ 1,049
				6.8x

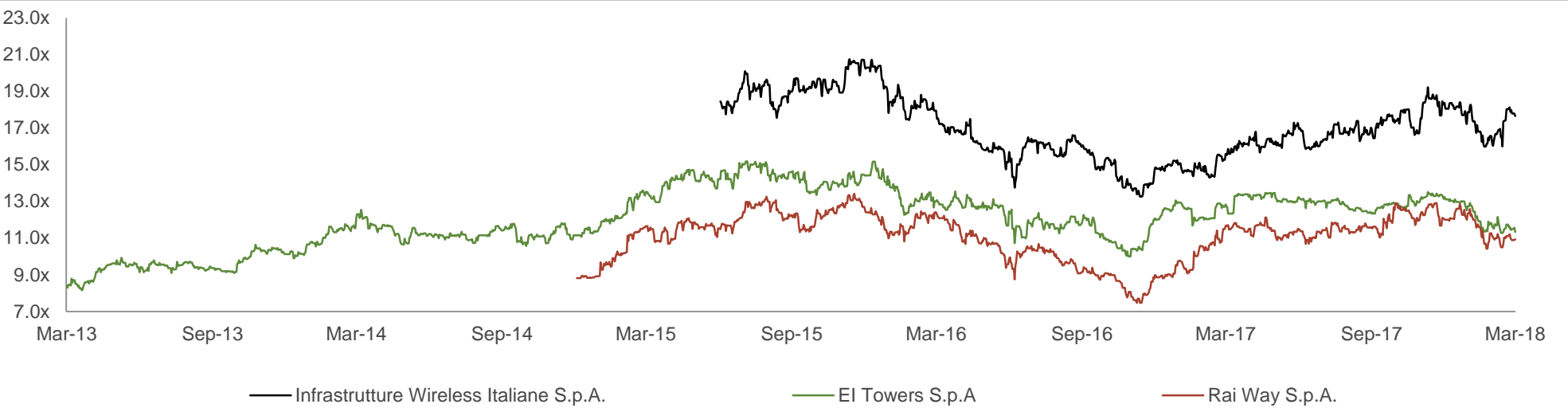
# Comparables – Operating Metrics

Company	Country	CAGR (18-20) (%)		EBITDA Margin (%)			(EBITDA - Capex) as % of Sales (%)		
		Sales	EBITDA	2018E	2019E	2020E	2018	2019	2020
Europe									
Infrastrutture Wireless Italiane S.p.A.	IT	5.4%	8.3%	56.5%	58.7%	59.6%	55.0%	57.3%	58.3%
EI Towers S.p.A	IT	2.5%	1.6%	50.7%	51.0%	49.8%	46.5%	46.7%	45.6%
Rai Way S.p.A.	IT	2.1%	3.1%	53.6%	54.5%	54.7%	38.9%	41.6%	46.7%
Median		2.5%	3.1%	53.6%	54.5%	54.7%	46.5%	46.7%	46.7%
Average		3.3%	4.3%	53.6%	54.7%	54.7%	46.8%	48.5%	50.2%
US									
American Tower Corporation (REIT)	US	6.4%	7.7%	60.9%	61.3%	62.4%	48.4%	49.1%	51.6%
Crown Castle International Corp. (REIT)	US	6.6%	7.4%	57.8%	58.2%	58.7%	55.6%	55.8%	56.4%
SBA Communications Corporation	US	7.9%	9.6%	69.4%	70.7%	71.6%	60.3%	61.4%	62.2%
Median		6.6%	7.7%	60.9%	61.3%	62.4%	55.6%	55.8%	56.4%
Average		7.0%	8.2%	62.7%	63.4%	64.2%	54.8%	55.5%	56.8%
LatAm									
Telesites, S.A.B. de C.V.	MX	13.9%	14.1%	64.1%	63.4%	64.4%	42.3%	43.7%	46.4%
Median		6.4%	7.7%	57.8%	58.7%	59.6%	48.4%	49.1%	51.6%
Average		6.4%	7.4%	59.0%	59.7%	60.2%	49.6%	50.8%	52.5%
Telecom Peers									
Median		6.5%	8.0%	59.4%	60.0%	61.0%	55.3%	56.5%	57.4%
Average		6.6%	8.3%	61.1%	62.2%	63.1%	54.8%	55.9%	57.2%
Broadcasting Peers									
Median		2.5%	3.1%	53.6%	54.5%	54.7%	42.3%	43.7%	46.4%
Average		6.2%	6.3%	56.2%	56.3%	56.3%	42.6%	44.0%	46.2%
Cellnex	SP	4.9%	9.4%	46.9%	49.1%	51.0%	34.7%	35.5%	36.2%

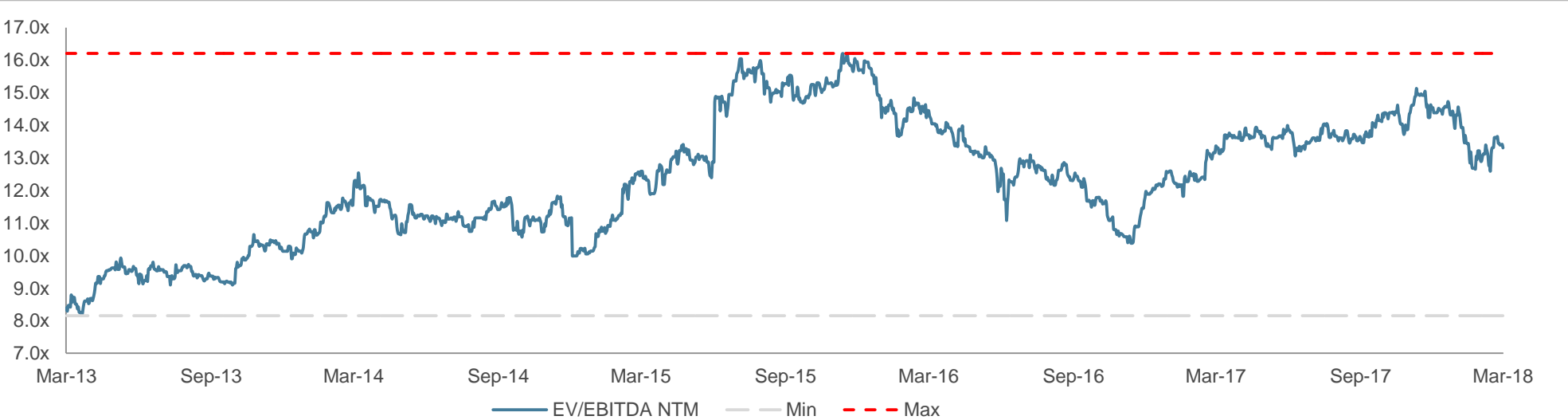
	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45
DCF Details	46
WACC Details	49
Trading Comparables Description	51
Historical Trading Multiples	56
Brokers' Target Prices	60
Transaction Multiples	65
Other Valuation Materials	68
Examined Documentation	70

# Historical Multiples – European Comparables

European Peers – EV/EBITDA NTM Evolution

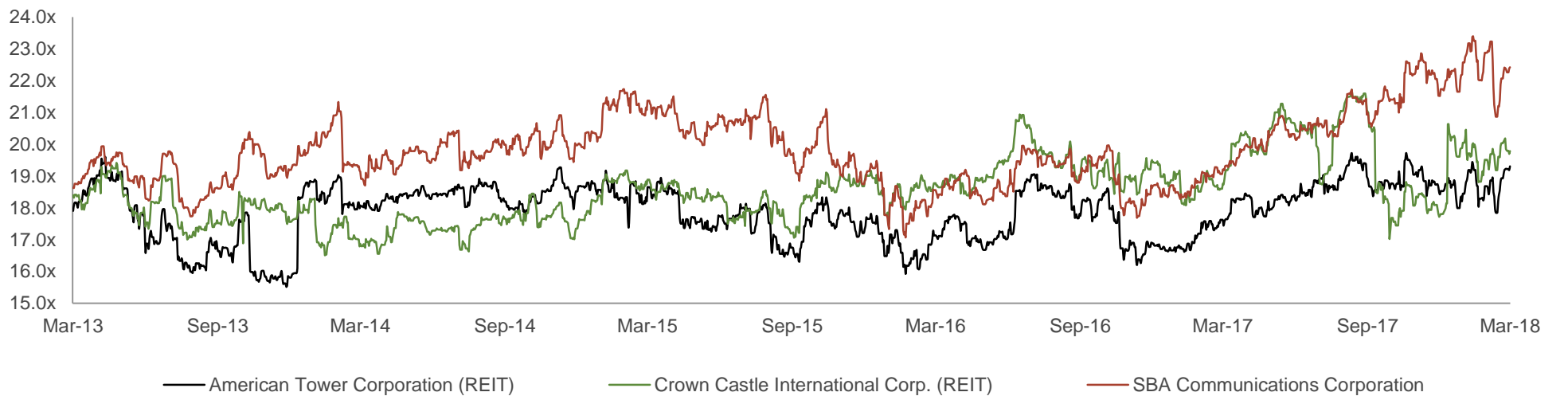


European Peers – Average EV/EBITDA NTM Evolution

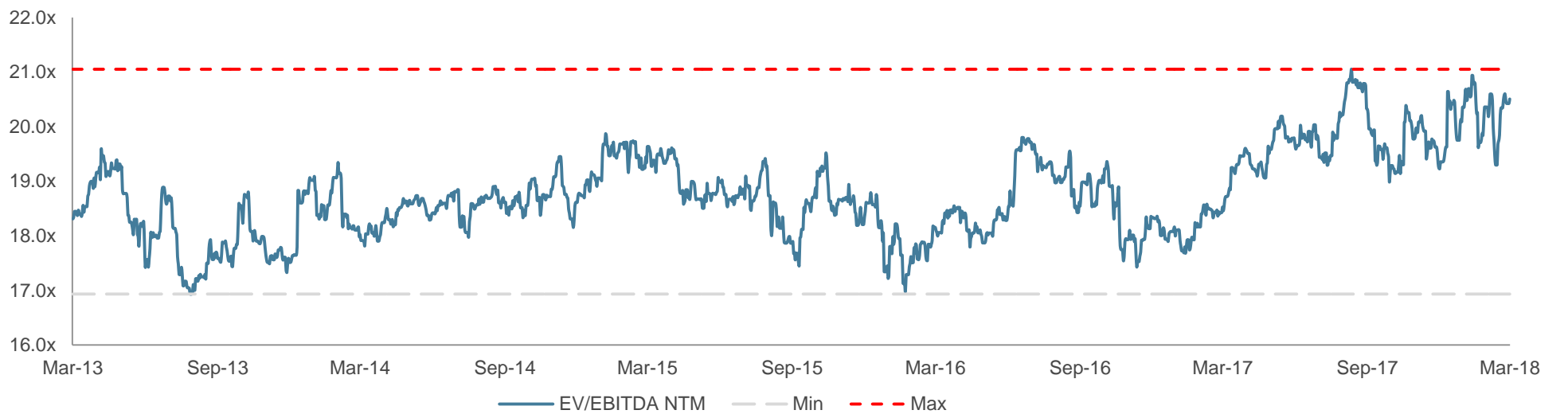


# Historical Multiples – US Comparables

US Peers – EV/EBITDA NTM Evolution



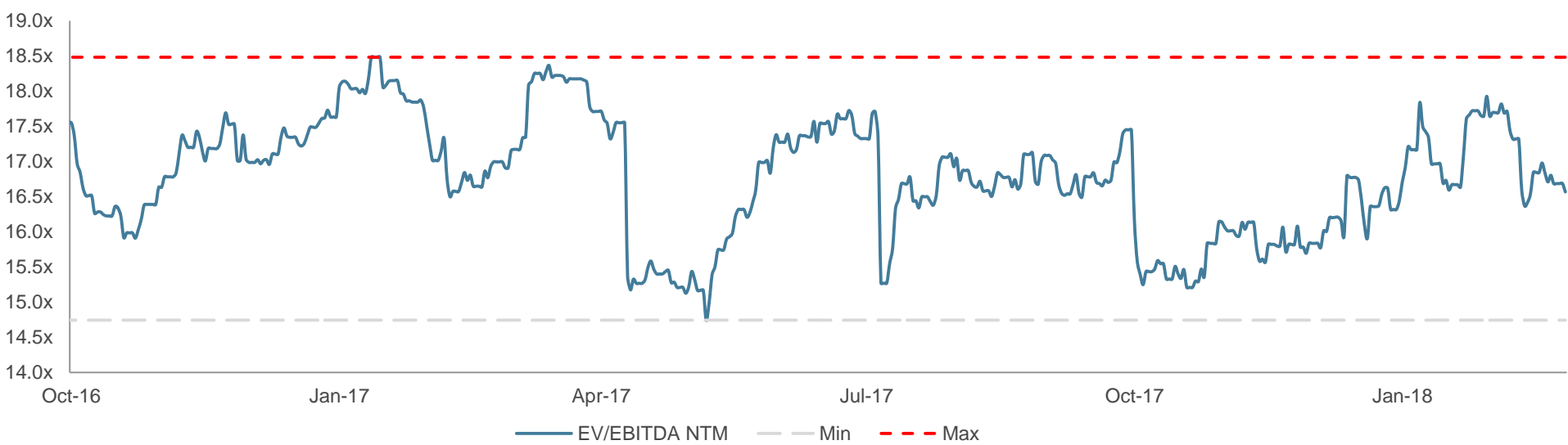
US Peers – Average EV/EBITDA NTM Evolution





# Historical Multiples – LatAm Comparables

LatAm Peers – EV/EBITDA NTM Evolution<sup>(1)</sup>



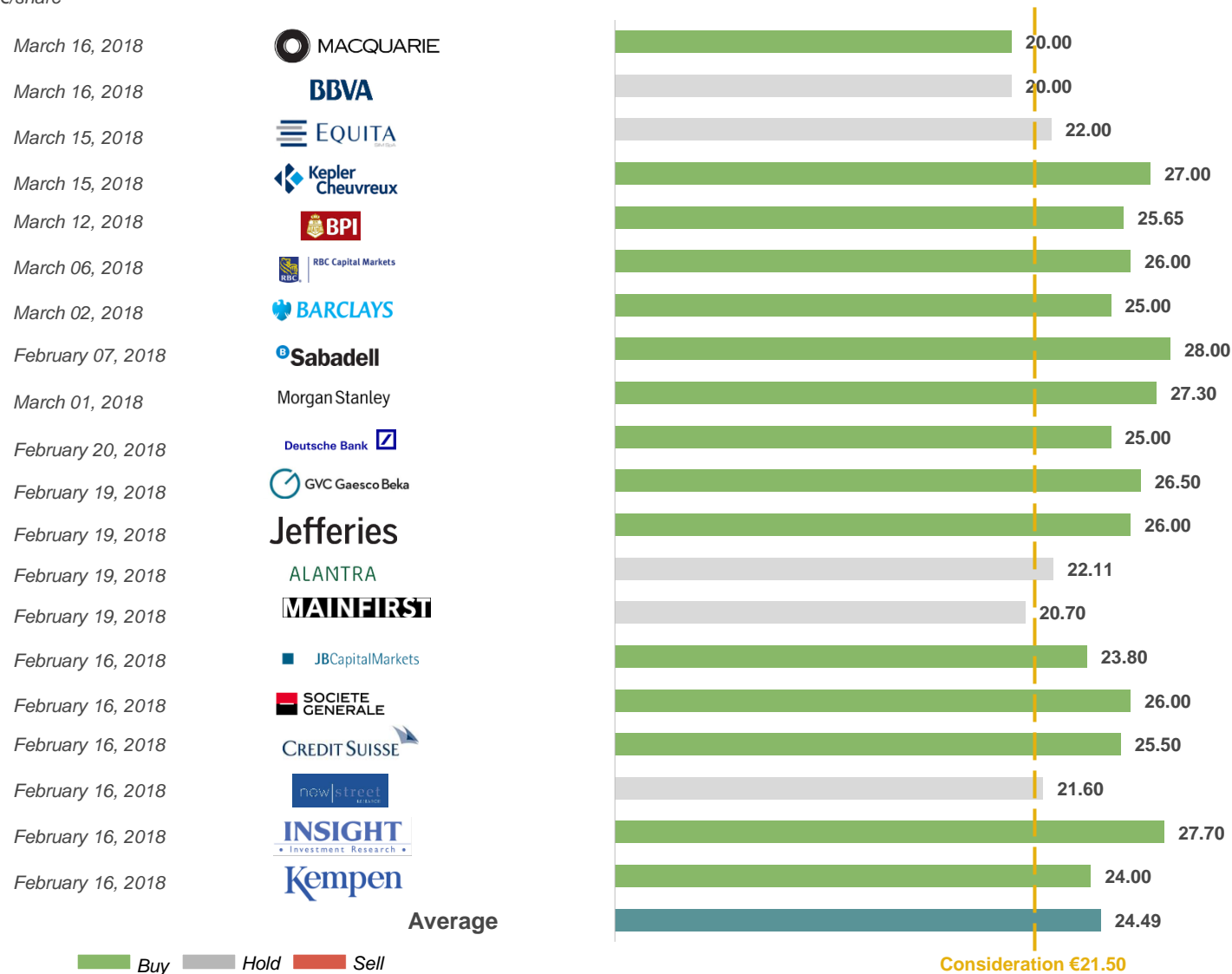
Notes: (1) Including only Telesites  
Source: Capital IQ

	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45
DCF Details	46
WACC Details	49
Trading Comparables Description	51
Historical Trading Multiples	56
Brokers' Target Prices	60
Transaction Multiples	65
Other Valuation Materials	68
Examined Documentation	70

# Brokers' Target Prices <sup>(1/2)</sup>

## Analyst Target Prices on Cellnex (Post-2017 Result Announcement)

€/share

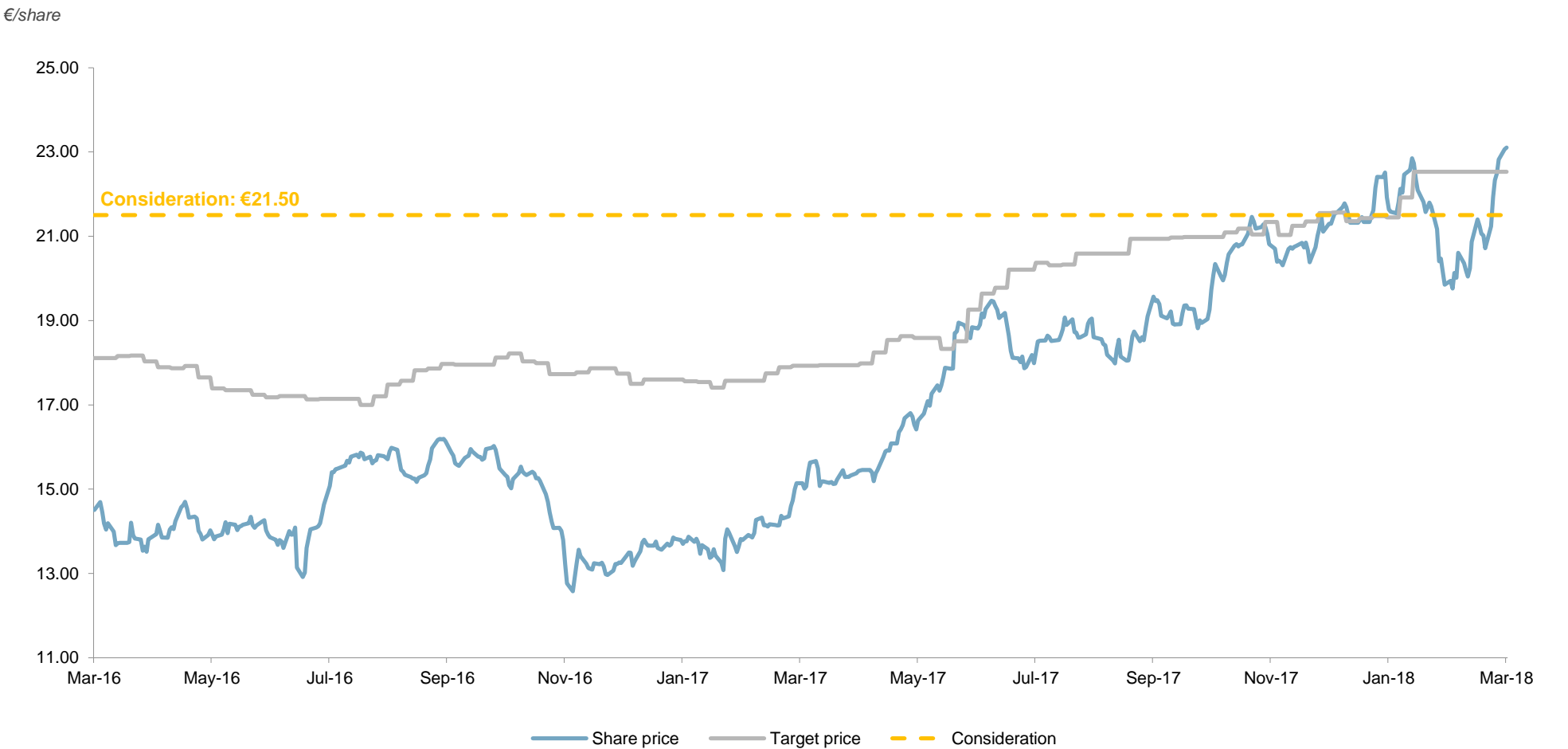


# Brokers' Target Prices (2/2)

Bank	Date	Valuation Method	Selected Brokers Quotes
MACQUARIE	March 16, 2018	n.a.	<p>DCF-based valuation, assuming long-term growth of 2.5% and a WACC of 6.3% = €26. We assume. Cellnex deploys €500m of its €1bn M&amp;A firepower next year (levering .up to 6.5x Net debt/EBITDA) with a 7% unlevered IRR = €2.</p> <p>Morgan Stanley (March 1, 2018)</p>
BBVA	March 16, 2018	n.a.	
EQUITA	March 15, 2018	n.a.	
Kepler Cheuvreux	March 15, 2018	DCF (WACC @ 6.0%) at December 2018	
BPI	March 12, 2018	n.a.	
RBC Capital Markets	March 06, 2018	DCF (WACC @ 7.0%) at December 2019	<p>We use a discounted cash flow (DCF) to arrive at our ex-dividend valuation. We use weighted average cost of capital of 7.0% and a perpetual growth rate of 2.5%. Recent acquisitions drive long-term growth and the implied return to our price target supports our Outperform rating. We have rolled our DCF to end 2019.</p> <p>RBC (March 6, 2018)</p>
BARCLAYS	March 02, 2018	DCF (WACC @ 6.0%) and SOTP <sup>(1)</sup> at December 2019	
Morgan Stanley	March 01, 2018	DCF (WACC @ 6.3%) at November 2018	
Sabadell	March 01, 2018	n.a.	
Deutsche Bank	February 20, 2018	DCF (WACC @ 6.5%) at December 2018	
GVC Gaesco Beka	February 19, 2018	n.a.	<p>The defensive nature of the Tower sub-sector and healthy visibility of future revenue streams leads us to view the risk associated with an equity investment as lower than a telco. This supports a lower WACC given the higher debt weighting vs. telcos where leverage is c2x. We use a WACC of 6.5% and terminal growth rate of 1.5% in our base case which derives our fair value.</p> <p>Deutsche Bank (February 20, 2018)</p>
Jefferies	February 19, 2018	n.a.	
ALANTRA	February 19, 2018	n.a.	
MAINFIRST	February 19, 2018	n.a.	
JB Capital Markets	February 16, 2018	DCF (WACC 4.5%-6.7%) at December 2018	
SOCIETE GENERALE	February 16, 2018	DCF (WACC @ 5.1%) and SOTP <sup>(1)</sup> at December 2018	
CREDIT SUISSE	February 16, 2018	n.a.	
now street	February 16, 2018	n.a.	
INSIGHT	February 16, 2018	n.a.	
Kempfen	February 16, 2018	n.a.	

# Further Considerations on Target Prices

Share Price vs. Target Price Evolution



Source: company data, Bloomberg as of 13/03/2018

# Cellnex Sum-of-the-Parts Valuation

- Several equity research analysts report estimates of the value of Abertis' stake in Cellnex
- Recurring methodology used by broker reports is represented by market value

## Cellnex valuation – Abertis Sum-of-the-Parts

Broker	Date	Eq. Value to Abertis (€m)	Stake	Total Eq. Value (€m)	Shares Outstanding (#m)	Eq Value/share (€)	Valuation Methodology
RBC	19/02/2018	1,634	34.0%	4,806	231.6	20.8	n.a.
Sabadell	19/05/2017	1,339	34.0%	3,938	231.6	17.0	Market Value
Societe Generale	26/04/2017	1,260	34.0%	3,706	231.6	16.0	Market Price
UBS	05/04/2017	1,197	34.0%	3,521	231.6	15.2	Market Value
Deutsche Bank	30/03/2017	1,198	34.0%	3,524	231.6	15.2	Market Value
Raymond James	23/03/2017	1,235	34.0%	3,632	231.6	15.7	Market Value
<b>Average</b>		<b>1,311</b>		<b>3,855</b>		<b>16.6</b>	

	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45
DCF Details	46
WACC Details	49
Trading Comparables Description	51
Historical Trading Multiples	56
Brokers' Target Prices	60
Transaction Multiples	65
Other Valuation Materials	68
Examined Documentation	70

# Transaction Multiples <sup>(1/2)</sup>

Date	Target	Country	Business Overview	Acquirer	Towers acquired (#)	EV (€ m)	Implied x tower (€ k)	Implied x EBITDA
May-17	Swiss Towers	Switzerland	Operator of 2,239 telecommunication site Switzerland	Cellnex, Swiss Life Asset Managers and Deutsche Telekom Capital Partners	2,239	430	192.1	11.6x
Feb-17	Bouygues	France	Bouygues' portfolio of 1,800 existing sites located in France	Cellnex	1,800	500	277.8	n.a.
Dec-16	FPS Towers	France	Owner and operator of nearly 2,500 wireless tower sites in France	American Tower Corp., PGGM	2,500	727	290.9	n.a.
Sep-16	Shere Group	Netherlands, UK	Operator of 464 sites in the Netherlands and 540 sites in the UK	Cellnex	1,004	393	391.4	n.a.
Apr-16	Telefonica Deutschland	Germany	Passive tower infrastructure portfolio (2,350 towers)	Telxius (Telefonica SA)	2,350	587	249.8	n.a.
Apr-16	Tower Development Corp.	USA and Puerto Rico	Portfolio company of Berkshire Partners, owning and operating 336 towers in the U.S. and Puerto Rico	Crown Castle	336	405	1,205.8	n.a.
Apr-16	Wireless Infrastructure Group	Scotland	Independent communications infrastructure provider	3i Infrastructure	2,000	372	186.2	n.a.
Oct-15	Viom Network	India	42,200 wireless communications towers and 200 indoor distributed antenna systems across India	American Tower Corp.	42,200	2,807	66.5	n.a.
Oct-15	China Mobile, China Telecom and China Unicom	China	Wireless tower assets of China Mobile Limited, China Telecom Corporation Limited and China Unicom	China Tower Company	1,500,000	29,619	19.7	n.a.
May-15	CCAL	Australia	Crown Castle's Australian subsidiary	Macquarie infrastructure	1,700	1,420	835.4	n.a.
Mar-15	Galata	Italy	Portfolio of 7,377 mobile phone towers in Italy	Cellnex	7,377	770	104.4	n.a.
Feb-15	Verizon	USA	11,324 wireless communications towers and 165 additional towers owned by Verizon	American Tower Corp.	11,489	4,415	384.3	n.a.
Nov-14	Bharti Airtel	Nigeria	Portfolio of Airtel's communications towers in Nigeria	American Tower Corp.	4,800	847	176.5	16.7x
Nov-14	TIM Brazil	Brazil	TIM tower portfolio in Brazil	American Tower Corp.	6,480	929	143.3	n.a.
Sep-14	MTN	Nigeria	MTN's towers business, comprised of 9,151 of MTN's mobile network towers in Nigeria	IHS	9,151	1,446	158.0	n.a.
Jun-14	Oi SA	Brazil	Portfolio of 1,641 wireless sites in Brazil	SBA Communications	1,641	387	235.7	n.a.
Jun-14	BR Towers	Brazil	Brazilian telecommunications real estate company owning approx. 2,530 towers (exclusive use rights for approx. 2,110 additional towers in Brazil at closing)	American Tower Corp.	4,640	722	155.5	n.a.



# Transaction Multiples (2/2)

Date	Target	Country	Business Overview	Acquirer	Towers acquired (#)	EV (€ m)	Implied x tower (€ k)	Implied x EBITDA
Dec-13	Oi SA	Brazil	Portfolio of 2,007 wireless sites in Brazil	SBA Communications	2,007	476	237.1	n.a.
Oct-13	AT&T	USA	Portfolio of 9,700 towers owned by AT&T	Crown Castle	9,700	3,543	365.3	n.a.
Sep-13	Global Tower Partners	USA	Portfolio of 5,400 domestic towers, 800 property interests under third party communications sites, over 9,000 domestic managed sites and approximately 500 towers in Costa Rica	American Tower Corp.	5,900	3,644	617.7	n.a.
Aug-13	NII Holdings	Brazil and Mexico	Portfolio of 2,790 towers in Brazil and 1,666 towers in Mexico	American Tower Corp.	4,456	607	136.2	n.a.
Aug-13	Telefonica/Yoigo	Spain	Portfolio of mobile-phone towers owned by telephone operators Telefonica and Yoigo	Abertis	4,227	385	91.1	6.4x
Nov-12	Koninklijke KPN	Germany	Tower assets owned by KPN's German subsidiary E-Plus	American Tower Corp.	2,000	393	196.5	n.a.
Sep-12	T-Mobile	USA	Portfolio of tower assets owned by T-Mobile, with 83% of the towers in top 100 US markets and 72% in top 50 US markets	Crown Castle	7,180	1,863	259.5	n.a.
Jun-12	TowerCo	USA and Puerto Rico	Tower sites in 47 states across the USA and Puerto Rico, owned by certain affiliates of TowerCo	SBA Communications	3,252	1,159	356.4	n.a.
Feb-12	Mobilitie	USA and Central America	Tower sites in the USA and Central America and certain indoor and outdoor distributed antenna system assets in Chicago, Las Vegas, New York City and Alabama	SBA Communications	2,300	826	359.2	n.a.
Feb-12	Indosat	Indonesia	Sale and leaseback of 2,500 towers, approximately 25% of the Company's existing tower assets	Tower Bersama	2,500	394	157.8	n.a.
Nov-11	Telefonica (Mexico)	Mexico	Towers owned by Telefonica's Mexican subsidiary Pegaso PCS	American Tower Corp.	2,138	279	130.6	n.a.
<b>Min</b>							<b>19.7</b>	<b>6.4x</b>
<b>Average</b>							<b>285.0</b>	<b>11.6x</b>
<b>Median</b>							<b>216.1</b>	<b>11.6x</b>
<b>Max</b>							<b>1,205.8</b>	<b>16.7x</b>

	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45
DCF Details	46
WACC Details	49
Trading Comparables Description	51
Historical Trading Multiples	56
Brokers' Target Prices	60
Transaction Multiples	65
Other Valuation Materials	68
Examined Documentation	70

# Valuation Methodologies Overview

	Methodology	Comments
A	SHARE PRICE PERFORMANCE	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ The stock market price methodology consists of assigning a company a value equal to that attributed by the market on which its shares are traded, assuming the efficiency of the market and the significance of the prices quoted on it for the company's shares</li> <li>■ The main requirements for the use of this methodology are the existence of a significant float, as well as of volumes traded daily on the market</li> <li>■ The analysis is carried out through the collection of daily and average prices at different time horizons</li> </ul>
B	DCF	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ DCF methodology for airport operators assumes the enterprise value of a company to be built by summing up               <ul style="list-style-type: none"> <li>- the discounted cash flows generated by the operating activity over a selected time horizon, calculated as EBIT, minus unlevered taxes, plus D&amp;As and net of change in working capital and capital expenditures; and</li> <li>- the present value of the expected operating cash flow generated in the long run as a steady state approach</li> </ul> </li> </ul>
C	TRADING MULTIPLES	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Trading multiples methodology is based on the analysis of stock market prices and the respective multiples for a sample of companies deemed to be comparable to those being valued</li> <li>■ To apply this methodology, a series of ratios of “multiples” between share prices of comparable listed companies (numerator) and selected financial parameters of these companies (denominator) are calculated. The average / median ratio thus obtained are then applied on a consistent basis to selected parameters for the company being valued</li> </ul>
D	BROKERS' TARGET PRICES	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ The target price methodology is the analysis of the target prices indicated by the brokers that follow the company</li> <li>■ The target prices are selected excluding those following extraordinary events, and the median or average is calculated in order to derive an equity value of the company</li> <li>■ This methodology provides an indication of the market expectations on the stock in the short-medium term</li> </ul>
E	TRANSACTION MULTIPLES	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ The transaction multiples methodology is based on the analysis of prices paid and the respective multiples within a sample of target companies of an acquisition</li> <li>■ To apply this methodology, a series of ratios of “multiples” between prices paid (numerator) and selected financial parameters of these companies (denominator) are calculated. The resulting average / median ratios thus obtained are then applied on a consistent basis to specific variables for the company being valued. One of the main assumptions behind this methodology is the affinity in operational and financial terms between the company being valued and the companies belonging to the selected panel</li> </ul>
F	PTO PREMIA	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ The public tender offer premia methodology is the analysis of premia paid historically in occasion of tender offers that have similar characteristics</li> <li>■ Premia are applied to the market prices before the announcement of the tender offer (considered the last undisturbed trading day before initial speculation of a possible acquisition)</li> </ul>

	Page
1. Background and Offer Overview	6
2. Cellnex at a Glance	12
3. Cellnex vs. Selected Peers	22
4. Cellnex Market Analysis	27
5. Valuation Considerations on Cellnex	33
6. Appendix	45
DCF Details	46
WACC Details	49
Trading Comparables Description	51
Historical Trading Multiples	56
Brokers' Target Prices	60
Transaction Multiples	65
Other Valuation Materials	68
Examined Documentation	70

# Examined Documentation

---

- In connection with this Opinion, we have made such reviews, analyses and inquiries as we have deemed necessary and appropriate under the circumstances. Among other things, we have:
  - Reviewed the following agreements and documents:
    - “ - Lettera di supporto e backing per Atlantia relativamente a Cellnex” sent to Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Atlantia from Edizione, dated March 20<sup>th</sup>, 2018
    - “Term Sheet – ” signed by Atlantia, dated March 13<sup>th</sup>, 2018
    - Draft of “ – Process Letter” prepared by Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A.
    - Goldman Sachs Fairness Opinion to the Board of Directors of Atlantia dated March 2018
    - Letter of interest received by LLC dated March 22<sup>nd</sup>, 2018;
    - Presentation prepared by Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. dated March 23<sup>rd</sup>, 2018 regarding the Disposal Process;
    - Amendment to “ – Lettera di supporto e backing per Atlantia relativamente a Cellnex” sent to Mediobanca – Banca di Credito Finanziario S.p.A. e Atlantia from Edizione, dated March 23<sup>th</sup>, 2018;
    - Audited financial statements of Cellnex for the years ended December 31, 2014, 2015, 2016 and 2017 prepared in accordance with International Financial Reporting Standards
    - Reviewed certain publicly available business and financial information relating to Cellnex that we deemed to be relevant, including certain publicly available research analyst estimates with respect to the future financial performance of Cellnex
    - Compared the financial and operating performance of Cellnex with that of public companies that we deemed to be relevant
    - Considered the publicly available financial terms of certain transactions that we deemed to be relevant
    - Reviewed the current and historical market prices and trading volume for Cellnex’s publicly traded securities, and the current and historical market prices and trading volume of the publicly traded securities of certain other companies that we deemed to be relevant
    - Conducted such other financial studies, analyses and inquiries and considered such other information and factors as we deemed appropriate