



MEDIOBANCA
Banca di Credito Finanziario S.p.A.

Milano, 27 maggio 2010

Spett.le
Falck S.p.A.
Corso Venezia, 16
20121 Milano

Alla c.a. del Consiglio di Amministrazione

In data 27 maggio 2010 il Consiglio di Amministrazione di Falck S.p.A. (di seguito il "CdA", e Falck S.p.A. di seguito "Falck", o la "Società" e, assieme alle società da essa controllate, il "Gruppo"), si è riunito per l'approvazione delle linee guida di un progetto di riorganizzazione di talune delle proprie partecipazioni industriali che coinvolge Actelios S.p.A., società detenuta al 68,7% ("Actelios") e Falck Renewables Plc ("Falck Renewables" e, assieme ad Actelios, le "Partecipate"), società controllata all'81% tramite la società interamente controllata Falck Energy S.p.A. ("Falck Energy").

In particolare il progetto prevede la scissione parziale di Falck Energy mediante l'assegnazione ad Actelios di un compendio patrimoniale, costituito dalla partecipazione detenuta in Falck Renewables e da debiti finanziari di Falck Energy verso Falck per un ammontare di circa Euro 44 milioni (il "Compendio Scisso"), sulla base di un rapporto di cambio che è stato individuato in 0,58 azioni ordinarie Actelios per ogni azione ordinaria Falck Renewables (il "Rapporto di Cambio") ("Operazione").

Si segnala altresì - per completezza - che il Consiglio di Amministrazione di Actelios, convocato in data 28 maggio 2010, sarà chiamato a deliberare anche in merito all'operazione di conferimento in Actelios da parte di alcuni azionisti di minoranza di Falck Renewables, della partecipazione da essi detenuta nella stessa.

Il CdA ha conferito a Mediobanca - Banca di Credito Finanziario S.p.A. ("Mediobanca") un incarico di consulenza finanziaria ("Incarico") che prevede, tra l'altro, il rilascio di un parere di congruità sulle condizioni finanziarie dell'Operazione (il "Parere"). A tale scopo, sono state poste a confronto le valorizzazioni relative di Actelios e di Falck Renewables.

Il Parere è stato redatto a supporto e per uso interno ed esclusivo del Consiglio di Amministrazione di Falck in conformità a quanto previsto nella lettera di Incarico. Pertanto, il Parere non potrà essere pubblicato o divulgato, in tutto o in parte, a terzi o utilizzato per scopi diversi da quelli indicati nel Parere salvo preventiva autorizzazione scritta di Mediobanca ovvero richieste specifiche di autorità competenti. Il Parere è indirizzato esclusivamente al Consiglio di Amministrazione della Società e pertanto nessuno, ad eccezione dei destinatari del Parere, è autorizzato a fare affidamento su quanto riportato nel Parere e, conseguentemente, ogni giudizio di terzi sulla bontà e convenienza dell'Operazione rimarrà di loro esclusiva responsabilità e competenza.

Le conclusioni esposte nel Parere sono basate sul complesso delle considerazioni ivi contenute e, pertanto, nessuna parte del Parere potrà essere utilizzata disgiuntamente rispetto al Parere nella sua interezza. L'utilizzo parziale del contenuto del Parere o comunque l'utilizzo dello stesso per scopi diversi o da parte di soggetti diversi rispetto a quelli per i quali è stato redatto o è stato indirizzato può comportare una non corretta interpretazione, anche significativa, di tutte le considerazioni presenti nel Parere e/o delle sue conclusioni. Mediobanca non si assume alcuna responsabilità diretta e/o indiretta - né potrà in alcun modo essere considerata responsabile - per un utilizzo improprio del Parere e/o del suo contenuto né per danni che possano derivare dal non corretto utilizzo di cui sopra.

Nello svolgimento dell'Incarico, nella predisposizione del Parere e in tutte le elaborazioni effettuate, Mediobanca ha confidato: (i) sulla veridicità, completezza ed accuratezza dei documenti, dati e informazioni utilizzati (le "Informazioni"), forniti dal *management* della Società, senza effettuare né direttamente né



indirettamente alcuna autonoma verifica, accertamento e/o analisi indipendente. Mediobanca non si assume pertanto alcuna responsabilità relativamente alla veridicità, completezza ed accuratezza delle Informazioni utilizzate per l'elaborazione e la stesura del Parere; (ii) sul fatto che i dati previsionali siano stati predisposti dal *management* delle Partecipate sulla base di assunzioni ragionevoli e che gli stessi riflettano il giudizio più accurato possibile circa l'andamento ed il futuro sviluppo delle attività. In ogni caso con il presente Parere Mediobanca non esprime alcun giudizio circa il valore economico e/o il prezzo di mercato che Actelios, Falck Renewables e la società risultante dall'Operazione potrebbero avere in futuro né nulla di quanto indicato nel Parere può o potrà essere considerato una garanzia o un'indicazione dei risultati economici, patrimoniali e finanziari prospettici di Actelios, Falck Renewables e della società risultante dall'Operazione.

Ai fini dello svolgimento dell'Incarico, Mediobanca, ha, tra l'altro, preso in esame la seguente documentazione fornita dalla Società:

- Il *business plan* 2010-2014 di Actelios, redatto dal *management* della società (il "*Business Plan Actelios*").
- Il *business plan* 2010-2014 di Falck Renewables, redatto dal *management* della società (il "*Business Plan Falck Renewables*").
- I modelli finanziari previsionali a vita utile degli impianti e dei progetti inclusi nel *Business Plan Actelios*.
- I modelli finanziari previsionali a vita utile degli impianti e dei progetti inclusi nel *Business Plan Falck Renewables*.
- Il bilancio civilistico e consolidato al 31 dicembre 2009 di Actelios.
- Il bilancio civilistico e consolidato al 31 dicembre 2009 di Falck Renewables.
- Il resoconto intermedio di gestione al 31 marzo 2010 di Actelios.
- La situazione economico-patrimoniale al 31 marzo 2010 di Actelios e Falck Renewables.
- Accordi tra l'Agenzia Regionale per i Rifiuti e le Acque della Regione Sicilia ("ARRA") e (i) Tifeo Energia Ambiente S.c.p.A., (ii) Platani Energia Ambiente S.c.p.A. e (iii) Palermo Energia Ambiente S.c.p.A. del 28 aprile 2009 miranti a disciplinare le Convenzioni allora in essere relative alle iniziative di fornitura di servizi per il trattamento e utilizzo mediante termovalorizzazione della frazione residua dei residui urbani in alcune province siciliane; successive comunicazioni di ARRA in merito e successiva corrispondenza intercorsa.
- Atti di citazione (i) Tifeo Energia Ambiente S.c.p.A. ed Elettroambiente S.p.A. / ARRA / Zurich Insurance Company Ltd (Trib. Milano, sez. VI civ., R.G., n. 74223/09, Dott.ssa Rainieri) (ii) Platani Energia Ambiente S.c.p.A. ed Elettroambiente S.p.A. / ARRA / Zurich Insurance Company Ltd (Trib. Milano, sez. VI civ., R.G., n. 74224/09, Dott.ssa Rainieri) e (iii) Palermo Energia Ambiente S.c.p.A., Falck S.p.A. ed Actelios S.p.A. / ARRA / Zurich Insurance Company Ltd (Trib. Milano, sez. VI civ., R.G., n. 74309/09, Dott.ssa Rainieri) del 14 ottobre 2009.
- Parere legale dello Studio Legale Lombardi Molinari e Associati relativo ai suddetti giudizi.

Sono stati inoltre realizzati incontri con il *management* della Società, di Actelios e di Falck Renewables finalizzati ad ottenere chiarimenti sull'attività delle Partecipate.

Si precisa che per l'elaborazione del Parere, Mediobanca ha fatto riferimento a dati storici e prospettici delle Partecipate, oltre che a dati di mercato per un campione di società italiane ed europee quotate operanti nel settore delle energie rinnovabili e del "*waste-to-energy*", nonché informazioni pubblicamente disponibili ritenute rilevanti.

Il Parere è necessariamente riferito alle attuali condizioni economiche e di mercato. A tal proposito, è inteso che sviluppi successivi tanto nelle condizioni di mercato, anche alla luce dell'attuale volatilità del contesto economico finanziario, che nelle informazioni messe a disposizione, potrebbero avere un effetto anche significativo sulle conclusioni del Parere. Mediobanca, dal canto suo, non si assume né avrà alcun onere o impegno ad aggiornare o rivedere il Parere o a riconfermare le proprie conclusioni.

Infine, il Parere non costituisce né un'offerta al pubblico né un consiglio o una raccomandazione di acquisto o vendita di un qualsiasi prodotto finanziario. Inoltre né il Parere, né alcuna delle considerazioni in esso contenute, né alcuna delle conclusioni in esso riportate possono o potranno in alcun modo essere ricondotte ad una qualsiasi espressione di giudizio di Mediobanca sulla situazione finanziaria della Società e delle



Partecipate e/o sulla sostenibilità finanziaria dei loro *business plan* e/o sulla solvibilità delle stesse e/o della società risultante dall'Operazione.

Tenendo conto della tipologia di operatività e dei mercati di riferimento in cui Actelios e Falck Renewables operano e delle rispettive caratteristiche peculiari, le metodologie di valutazione individuate sono in linea con la prassi valutativa italiana ed internazionale. In particolare, le metodologie individuate per l'elaborazione del Parere sono le seguenti:

- metodo del *Discounted Cash Flow* ("DCF"), che determina il valore di un'azienda o di un'attività economica nella sua globalità sulla base della capacità della stessa di generare flussi di cassa; nel caso di specie l'applicazione di questa metodologia si è basata sui modelli finanziari previsionali di ciascun impianto e progetto sia per Actelios che per Falck Renewables, coerentemente con le indicazioni ricevute dal *management*;
- metodo dei multipli di mercato ("**Multipli di Mercato**") che si basa sull'analisi delle quotazioni di Borsa di un campione di società il più possibile paragonabili alla società oggetto di valutazione. Tale metodo si basa sull'assunto generale che i prezzi di mercato rappresentino una buona approssimazione del valore d'impresa.

Al fine della determinazione delle valorizzazioni di Actelios e di Falck Renewables, è stata presa come riferimento la situazione patrimoniale alla data del 31 marzo 2010.

Si segnala che ciascuna delle metodologie di valutazione prescelte per l'elaborazione del Parere, pur rappresentando metodologie riconosciute e normalmente utilizzate nella prassi valutativa sia italiana sia internazionale, presenta comunque delle limitazioni intrinseche, oltre che limiti e difficoltà di valutazione specifiche, come più oltre dettagliati. Inoltre, nelle elaborazioni condotte sono state effettuate assunzioni e stime, considerate ragionevolmente appropriate anche con riferimento alla prassi italiana e internazionale, e determinate sulla base delle Informazioni e delle discussioni intercorse con il *management* della Società e delle Partecipate.

In particolare, le Partecipate operano in un settore influenzato dall'andamento dello scenario energetico di riferimento: le principali ipotesi sottostanti i modelli finanziari previsionali potrebbero, anche in relazione alla variabilità dell'attuale scenario macroeconomico, non realizzarsi, con conseguenti impatti, anche rilevanti, sui risultati delle valutazioni.

Inoltre, le valutazioni sono state effettuate utilizzando prevalentemente dati previsionali, sia di carattere economico-patrimoniale sia finanziario, desunti dai modelli finanziari previsionali. Tali dati presentano per loro natura profili di incertezza.

Infine, le Partecipate operano nel settore delle energie rinnovabili in Italia e, nel caso di Falck Renewables anche in differenti paesi; tale settore per propria natura risulta essere regolamentato e soggetto a differenti meccanismi di incentivazione. I modelli finanziari previsionali ipotizzano la continuità dell'attuale quadro legislativo, regolatorio e di incentivazione; tuttavia, l'evoluzione di tali assunzioni normative o delle politiche e livelli di incentivazione potrebbe avere un impatto, anche significativo, sui risultati delle valutazioni.

Più specificamente, si segnalano le seguenti limitazioni e difficoltà di valutazione:

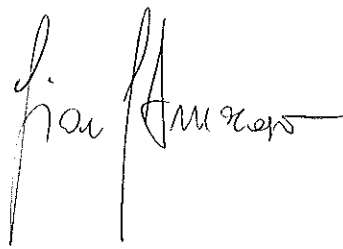
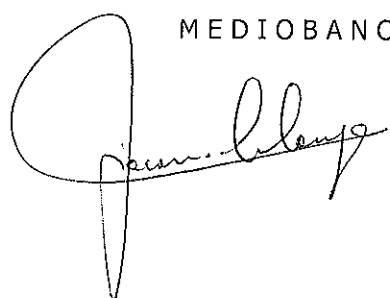
- le iniziative di sviluppo di Actelios e di Falck Renewables prevedono specifiche assunzioni sulla tempistica di autorizzazione e realizzazione, sugli esborsi previsti e sulle attese di redditività che, per loro natura potrebbero variare anche significativamente determinando impatti anche rilevanti sulle valutazioni;
- con particolare riferimento ad Actelios, si rileva l'esistenza di un contenzioso avviato da Actelios contro ARRA avente ad oggetto il riconoscimento dei costi sostenuti e del "lucro cessante", relativamente alle iniziative di fornitura di servizi per il trattamento e utilizzo mediante termovalorizzazione della frazione residua dei residui urbani in alcune province siciliane intraprese dalle società partecipate Tifeo Energia Ambiente ScpA, Platani Energia Ambiente ScpA e Palermo Energia Ambiente ScpA. Qualora le stime del *management* della Società, supportate dal parere di esperti indipendenti, relative all'esito del contenzioso nonché all'ammontare ed alla tempistica di incasso di tale somma non venissero confermate, si potrebbe determinare un impatto, anche rilevante, sulla valorizzazione di Actelios.



MEDIOBANCA
Banca di Credito Finanziario S.p.A.

Le valutazioni condotte hanno il solo scopo di indicare un intervallo di valori relativi ritenuti ragionevoli ed in nessun caso le considerazioni e/o conclusioni riportate nel Parere sono da considerarsi quali possibili indicazioni di prezzo di mercato, pre o post Operazione, o di valore delle Partecipate in un contesto diverso da quello oggetto dell'Incarico. Infatti, presupposto essenziale per la stima delle condizioni finanziarie, nel contesto dell'Operazione, è la quantificazione del valore relativo delle singole società oggetto di valutazione con l'obiettivo finale di addivenire, non tanto alla determinazione di un valore economico per ciascuna di esse, quanto piuttosto a valori omogenei e confrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio. In tale ambito, le valutazioni esposte nel Parere sono state condotte in ottica *stand-alone* e *going concern* e pertanto i risultati dell'analisi prescindono da ogni considerazione concernente eventuali sinergie operative che potrebbero generare valore incrementale per gli azionisti.

Sulla base delle valutazioni effettuate e subordinatamente a tutto quanto sopra indicato relativamente ai limiti e alle difficoltà di valutazione, è opinione di Mediobanca che - sulla base degli attuali valori finanziari relativi di Actelios e di Falck Renewables - il Rapporto di Cambio è congruo sotto il profilo finanziario.

  MEDIOBANCA