

ISTANZA DI CONVOCAZIONE DI CONFERENZA DEI SERVIZI
PRELIMINARE A SENSI DELL'ART. 14 E SEGUENTI, L. 241/1990 PER
MODIFICA DEI TITOLI CONVENZIONALI ED ABILITATIVI, IVI
COMPRESA LA CONCESSIONE DEMANIALE MARITTIMA, PER LA
REALIZZAZIONE, IL COMPLETAMENTO E LA GESTIONE DEL PORTO
TURISTICO DI FIUMICINO, LOCALITÀ ISOLA SACRA

STUDIO DI FATTIBILITA'

Proponente

Royal Caribbean cruises ltd.

1050 Cribbean Way, 33132 Miami, Florida (USA)
rclcruisesltd@winpec.it



Team di Consulenti

© Alfonso Femia 2018 © AF517 2018 all rights reserved

ATELIER(S) ALFONSO FEMIA

via interiano 3/11, 16124 Genova tel. 010.540095 fax 010.5702094
via cadolini 32/38, 20137 Milano tel. 02.54019701 fax 010.54115512
55 rue des petites écuries, 75010 Paris tel +331.42462894
genova@atelierfemia.com www.atelierfemia.com

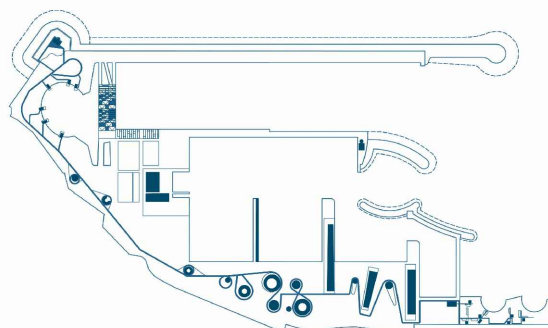


RINA CONSULTING SPA

Via San Nazaro 19, 16145 Genova, Italia
tel +39 010 3628148, fax +390103621078
info@rina.org
http://www.rinagroup.org



STUDIO DI FATTIBILITA'



n.tavola	004
cod. tavola	TpTrel004
scala	-
oggetto	Piano economico e finanziario di massima
tipo elaborato	Elaborati generali
data di consegna	28/09/2018
nome file	TpTrel004.pdf
commessa	FFR_0007221-2

rev.	data	redatto	verificato	approvato	oggetto revisione
a	18/09/28	esc	ems	RINA/ao	studio di fattibilità

TEAM DI CONSULENTI:

Rina Consulting spa

Contract Manager
Alessandro Odasso
Technical Director
Andrea E. Del Grosso
Project Manager
Elisa Massa
Project Engineer
Paolo Basso
Economics & Finance
Enrico Scoditti
Civil and Maritime works
Alessio Bado, Fabrizio Ruggeri
Metocean
Eleonora Duchini, Maria Fruzetti
Sustainability & Energy
Fabrizio Tavaroli
Transport & Mobility
Claudio Bellini
Environment
Andrea Giovannetti, Marco Compagnino
Security
Riccardo Baldassarri

Atelier(S) Alfonso Femia AF517 srl

architect in charge
Alfonso Femia
coordination
Simonetta Cenci
project leader
Carola Picasso, Vittoria Paternostro
design team
Alfonso Femia, Simonetta Cenci, Carola Picasso,
Vittoria Paternostro, Stefano Cioncoloni



Rina Consulting S.p.A.

Via San Nazaro 19 - 16145 GENOVA - ITALIA
tel +39 010 3628148, fax +390103621078

info@rina.org
<http://www.rinagroup.org>



55, rue des petits écuries, 75010 Paris
tel +33 1 42462894 / fax +33 1 42462894
paris@atelierfemia.com

via interiano 3/11,16124 Genova
tel +39 010 540 095 / fax +39 010 570 209 4
genova@atelierfemia.com

via cadolini 32/38, 20137 Milano
tel +39 02 540 197 01 / fax +39 02 541 155 12
milano@atelierfemia.com

Economics of Transport and
Logistics Expert
Manuela Basta
Tax and Accounting Expert
Simone Bonacchi

Yacht Marina Market Expert
Lorenzo Pollicardo
Administrative Law Expert
Luigi Cocchi

RE Finance and Pla Expert
Giacomo Morri

Legal Support and liaison with
RCCL
Massimo La Torre e Leopoldo
Giannini

Real Estate Market Expert
Davide Carpi

Advisors for Acquisition of the
the Concession
Piero Gnudi and Roberto
Caramelli

**Studio per l'inserimento della funzione crocieristica nel
Porto di Isola Sacra**

Piano Economico e Finanziario di Massima

Rev.	Descrizione	Preparato da	Controllato da	Approvato da	Data
0	Prima Emissione	E. Scoditti	E. Massa	A. Odasso	28/09/2018

Tutti i diritti, traduzione inclusa, sono riservati. Nessuna parte di questo documento può essere divulgata a terzi, per scopi diversi da quelli originali, senza il permesso scritto di Royal Caribbean Cruises Ltd.

INDICE

	Pag.
LISTA DELLE FIGURE	2
ABBREVIAZIONI E ACRONIMI	3
1 PREMESSA	4
2 METODOLOGIA DI COSTRUZIONE DEL PEF	5
2.1 PREMESSE METODOLOGICHE	5
2.2 CRITERI DI VALUTAZIONE	5
2.3 COSTO DEL CAPITALE	9
2.4 COSTRUZIONE DEI FLUSSI DI CASSA	9
3 IPOTESI SPECIFICHE NELLA COSTRUZIONE DEL PEF	11
3.1 IPOTESI GENERALI	11
3.2 IMPOSTE	11
3.3 INVESTIMENTO	13
3.4 CANONE DI CONCESSIONE	14
3.5 AMMORTAMENTI E DISINVESTIMENTI	14
3.6 FINANZIAMENTI SPECIFICI DEL PROGETTO	15
3.7 COSTO DEL CAPITALE	16
4 PIANO ECONOMICO FINANZIARIO PRELIMINARE	17
4.1 CONTO ECONOMICO	17
4.2 PROSPETTO DEI FLUSSI DI CASSA OPERATIVI	19
4.3 PROSPETTO DEI FLUSSI DI CASSA PER L'AZIONISTA	19
4.4 INDICATORI DI SOSTENIBILITÀ FINANZIARIA	20
5 RISULTATI DI SINTESI E CONCLUSIONI	21

LISTA DELLE FIGURE

Figura 2.1: La funzione del VAN	7
Figura 2.2: Esempio di modello di costruzione del flussi di cassa e i criteri di valutazione	10
Figura 3.1: Ipotesi varie e imposte	12
Figura 4.1: Distribuzione costi dell'Investimento e di Costruzione	13
Figura 4.1: Conto Economico completo con finanziamento (primi e ultimi periodi, in appendice l'analisi completa)	18
Figura 4.3: Flussi di cassa operativi FCFO (primi e ultimi periodi, in appendice l'analisi completa)	19
Figura 4.4: Flussi di cassa per l'azionista FCFE per l'intero Investimento (primi e ultimi periodi, in appendice l'analisi completa)	19
Figura 4.5: indicatori di sostenibilità finanziaria per l'intero progetto (primi e ultimi periodi, in appendice l'analisi completa)	20
Figura 5.1: Sintesi del progetto	21
Figura 5.4: Conto Economico completo con finanziamento (primi 20 periodi)	2
Figura 5.5: Conto Economico completo con finanziamento (Ultimi 20 periodi)	3
Figura 5.13: Flussi di cassa operativi FCFO	4
Figura 5.14: Flussi di cassa per l'azionista FCFE	5
Figura 5.15: Indicatori di sostenibilità finanziaria per l'intero progetto	6

ABBREVIAZIONI E ACRONIMI

AGOP	Adjusted Gross Operating Profit
AVE	Average
BOP	Beginning of Period
BP	Business Plan
C/T	Cruise Terminal
CAPEX	Capital Expenditure
CTB	Cruise Terminal Business
D-Lgs	Decreto Legislativo (Regulation/ Legislative decree)
DSCR	(FCFO/Debt Service)
EBITDA	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization
EOP	End of period
F & B	Food and Beverage
FCFE	Free Cash Flow to Equity
FCFO	Free Cash Flow to Operations
GFA	Gross Floor Area
IMU	Imposta Municipale Unica (Unique Municipality Fee)
IRR	Internal Rate of Return
Ke	Cost of Equity
LTV	(DEBT/total ASSETS)
NPV	Net Present Value
OFC	Onere Finanziario Capitalizzato
P&L	Profit and Loss
PAX	Passengers
PEF	Piano Economico-Finanziario (Economic and Financial Plan)
REB	Real Estate Business
ROIC	Return On Invested Capital
sqm	Square Meter
T/A	Turn Around
TARI	TAssa Rifiuti (Waste tax)
VAT / IVA	Value-Added Tax
WACC	Weighted Average Cost of Capital
WBS	Work Breakdown Structure
REB	Real Estate Business
YoY	Year over Year

1 PREMESSA

Royal Caribbean Ltd (RCL) sta valutando la possibilità di acquistare Iniziative Portuali (IP), società che detiene i diritti di concessione per la costruzione e la gestione del Porto della Concordia, progetto che prevede la realizzazione di un porto turistico per la nautica da diporto ad Isola Sacra, nel Comune di Fiumicino.

L'obiettivo di RCL è di acquisire la concessione e di introdurre la funzione di scalo crocieristico nel porto, mantenendone comunque la funzione prevalente di porto turistico per la nautica da diporto.

Scopo del presente Documento è pertanto presentare la fattibilità e finanziabilità dell'acquisizione di IP, e della conseguente progettazione, realizzazione e gestione di un nuovo progetto che preveda, oltre alle funzioni già presenti nel progetto originale, l'introduzione di un Terminal Crocieristico.

In particolare, due sono gli obiettivi specifici del presente Documento:

1. supportare il processo negoziale tra RCL (di seguito il "Proponente") nell'identificare gli elementi dell'operazione e il Comune di Fiumicino (di seguito il "Concedente")
2. elaborare il piano economico e finanziario (di seguito "PEF") quale documento di riferimento

È importante precisare che il PEF elaborato non ha natura vincolante e ha il solo obiettivo di fornire indicazioni sulla fattibilità e bancabilità dell'operazione.

2 METODOLOGIA DI COSTRUZIONE DEL PEF

2.1 PREMESSE METODOLOGICHE

Da un punto di vista metodologico, l'analisi si fonda sulla costruzione e sull'analisi dei flussi di cassa rilevanti e in particolare:

1. i flussi di cassa del progetto (FCFO, *free cash flow from operations*), destinati a ripagare le fonti di finanziamento complessivamente investite nel progetto assumendo una struttura finanziaria costante di lungo periodo¹
2. i flussi di cassa dell'azionista (FCFE, *free cash flow to equity*), destinati a remunerare il solo capitale proprio (*equity*) investito

Di seguito si riportano i principali fattori rilevanti alla base dell'analisi economico-finanziaria e in particolare:

1. i criteri di valutazione:
 - VAN (Valore Attuale Netto)
 - IRR (*Internal Rate of Return*)²
 - DSCR (*Debt Service Cover Ratio*)
 - Altri indicatori di sostenibilità finanziaria: ICR (*Interest Cover Ratio*) e LTV (*Loan-to-Value*)
2. il costo del capitale investito, con particolare riferimento al costo opportunità del capitale proprio, o anche K_e (*cost of equity*)
3. le modalità di costruzione dei flussi di cassa, che alimentano i criteri di valutazione.

2.2 CRITERI DI VALUTAZIONE

Teoria e prassi della finanza d'azienda concordano nel valutare un progetto di investimento sotto due profili di analisi rilevanti, quello economico e quello finanziario.

L'analisi della dimensione economica fornisce indicazioni sulla capacità del progetto di generare o distruggere valore; in altre parole, l'obiettivo è indagare il rapporto tra risorse assorbite e risorse liberate. L'analisi della dimensione finanziaria riguarda la fattibilità finanziaria e quindi la compatibilità dei flussi di cassa del progetto con le dinamiche del finanziamento.

Al fine di valutare l'investimento sotto il profilo economico e finanziario è necessario introdurre alcuni degli indicatori più frequentemente utilizzati. Un investimento è considerato economicamente vantaggioso se la somma delle risorse liberate eccede quelle assorbite. La dimensione rilevante per la valutazione di un investimento sono i flussi di cassa assorbiti e liberati dal Progetto.

I flussi si manifestano in periodi temporali differenti e una loro corretta valutazione implica che essi devono essere omogeneizzati, cioè valutati con riferimento a un unico periodo. Questo significa che gli indicatori di valutazione devono essere applicati ai flussi attualizzati, in altre parole ai flussi "riportati" al periodo zero, momento in cui si conduce la valutazione. Il valore attuale dei flussi dipende dal valore finanziario del tempo, che trae origine dal cambiamento del valore dei flussi in base al momento in cui si manifestano. In particolare, la disponibilità immediata è preferita a quella posticipata. Il valore attuale (il "valore a oggi", periodo 0) di una serie di flussi è espresso dalla seguente formula:

$$VA = \sum_{t=1}^n \frac{F_n}{(1+k)^t}$$

¹ I FCFO non considerano l'effetto della struttura finanziaria effettiva.

² In Italiano è indicato come TIR – Tasso Interno di Rendimento

- F_t Flussi di cassa che si manifestano nei periodi t
N Periodi nei quali i flussi si manifestano
K Costo del capitale, espresso da un tasso

Il valore attuale, in particolare, assume una rilevante importanza in quanto su di esso si fonda uno dei principali indicatori adottati per l'analisi di convenienza di un investimento, il cosiddetto VAN, valore attuale netto.

Di seguito si descrivono i principali criteri utilizzati nella prassi per la valutazione economico-finanziaria di un progetto, evidenziando modalità di calcolo e utilizzo.

Valore Attuale Netto

Il Valore Attuale Netto (il cui acronimo italiano è VAN³) è il criterio più utilizzato, insieme all'*Internal Rate of Return* (IRR), per le valutazioni dei progetti di investimento, grazie alle sue caratteristiche che lo rendono flessibile e di facile utilizzo. Esso si basa sulla logica dei flussi di cassa scontati (nota come *discounted cash flow analysis*, DCFA).

Il VAN esprime la ricchezza incrementale prodotta, se positivo, o assorbita, se negativo, dal progetto. Prima di passare a una sua interpretazione, di seguito si analizza la sua formulazione matematica.

Il VAN è la somma algebrica di tutti i flussi di cassa attualizzati generati dal progetto:

$$VAN = \frac{F_1}{1+k} + \frac{F_2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{F_n}{(1+k)^n} - F_0$$

- F_t Flussi di cassa positivi liberati dal Progetto
F₀ Esborso iniziale
K Costo delle risorse finanziarie o altrimenti tasso di sconto o attualizzazione

La formula può essere così generalizzata:

$$VAN = \sum_{t=1}^n \frac{F_t}{(1+k)^t} - F_0$$

Un VAN positivo testimonia la capacità di un progetto di liberare flussi di dimensione sufficiente per ripagare l'esborso (o gli esborsi) iniziali, remunerare i capitali impiegati nell'operazione, e lasciare ancora risorse residue per ulteriori destinazioni. In altre parole, il VAN indica la ricchezza creata o distrutta da un progetto in moneta del tempo 0, cioè del momento iniziale del progetto.

La sua applicazione ai settori privati è molto intuitiva: se il VAN è positivo il progetto d'investimento è conveniente; diversamente, se è negativo, non risulta conveniente. La sua applicazione ai fini della valutazione di progetti di investimento pubblici risulta, invece, differente. Spesso i progetti di investimento pubblici sono caratterizzati da dinamiche di flussi di cassa in entrata molto limitati a causa delle tariffe e dei prezzi non remunerativi: in questo caso, qualora negativo, il VAN indica il costo al tempo 0 per la realizzazione di un progetto che potrebbe avere altre ricadute positive sulla collettività oltre a quanto quantificabile nei flussi di cassa.

³ Conosciuto anche come NPV (*net present value*).

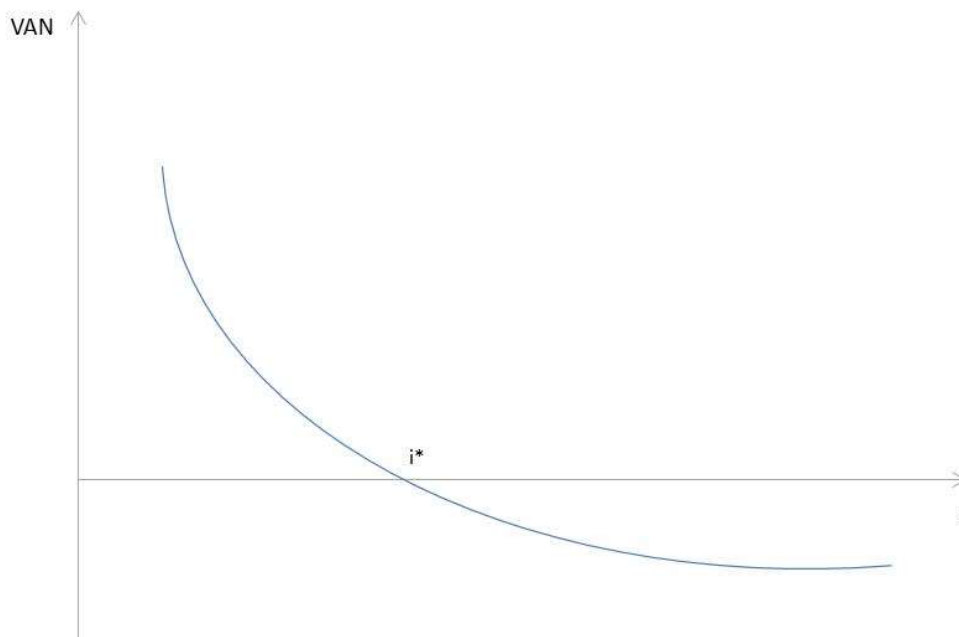


Figura 2.1: La funzione del VAN

In Figura 2.1 è indicato il tasso i^* , che è quel tasso che rende il VAN uguale a 0. Tassi di sconto superiori a i^* determinano un VAN negativo (allorquando la curva scende al di sotto dell'asse delle ascisse); tassi inferiori a i^* determinano un VAN positivo. Il VAN è una funzione monotona decrescente del tasso di attualizzazione e presuppone un'ipotesi implicita, cioè che i flussi generati dal progetto siano reinvestiti allo stesso tasso espresso dal costo del capitale.

Ai fini del calcolo del VAN è necessario esplicitare il valore di i , cioè il costo delle risorse finanziarie, che è il tasso a cui vengono ipoteticamente reinvestiti i flussi.

Internal Rate of Return

L'*Internal Rate of Return* (il cui acronimo è IRR) è infatti quel tasso di sconto i^* (come evidenziato in Figura 1) che rende il VAN nullo, secondo la seguente formula:

$$VAN = \sum_{t=0}^n \frac{F_t}{(1 + IRR)^t} = 0$$

L'IRR esprime il costo massimo del capitale che il progetto può sopportare affinché permanga la sua convenienza economica. Il costo del capitale, k , assume il ruolo di termine di confronto: se l'IRR è superiore a k , il rendimento del progetto è superiore al costo dei finanziamenti, e si genera ricchezza incrementale. Nel caso in cui l'IRR sia inferiore a k , la realizzazione del progetto imporrebbe il sostenimento di costi di finanziamento che non sarebbero compensati dai flussi liberati dalla sua gestione. L'utilizzo dell'IRR come criterio decisionale risulta abbastanza immediato, come nel caso del VAN: se l'IRR è superiore a k , esiste convenienza a realizzare il progetto; diversamente, si distrugge ricchezza.

Il calcolo dell'IRR presenta alcune difficoltà quando i flussi di cassa negativi sono interposti a quelli positivi durante la vita del progetto, in questo caso i tassi che risolvono l'equazione potrebbero essere molteplici, a causa del numero di cambiamento dei segni dei flussi.

L'IRR presenta alcuni limiti, nel senso che esso non rappresenta mai una misura puntuale della redditività del progetto analizzato. Esso esprime piuttosto il ritorno derivante da una combinazione di investimenti: l'ipotesi sottostante all'indicatore è che i flussi generati dal progetto vengano reinvestiti allo stesso tasso di rendimento.

Debt Service Cover Ratio

Il *Debt Service Cover Ratio* (il cui acronimo è DSCR) appartiene alla categoria degli indicatori di valutazione finanziaria e fornisce indicazioni circa la capacità dei flussi di cassa di un progetto di soddisfare gli interessi dei

portatori di capitale di debito. Il DSCR è espresso come rapporto tra il flusso di cassa del progetto e il servizio del debito (quota capitale, C, e quota interessi, I) acceso per finanziare il progetto, per ogni periodo in esame (generalmente è calcolato su base annua).

Se l'indicatore è superiore all'unità, i flussi generati sono in grado di ripagare i finanziatori di capitale di debito; nel caso in cui risulti inferiore all'unità, i flussi del progetto non consentono di sopportare il servizio del debito. Il DSCR è calcolato secondo la seguente formula:

$$DSCR_t = \frac{FC_t}{(C_t + I_t)}$$

Altri indicatori di sostenibilità finanziaria

Al fine di valutare la sostenibilità finanziaria e la bancabilità di un progetto si utilizzano frequentemente anche i seguenti indicatori:

1. *Interest Cover Ratio* (il cui acronimo è ICR), che esprime il grado di copertura che il risultato operativo del progetto riesce a fornire al costo degli oneri finanziari sul debito
2. *Loan-to-Value* (il cui acronimo è LTV), che esprime il rapporto tra l'ammontare di debito *outstanding* e il valore residuo dell'*asset* posto a garanzia del prestito

La Scelta del Tasso di Attualizzazione

Il tasso di attualizzazione, come già illustrato in precedenza per l'attualizzazione o sconto dei flussi generati dal progetto, rappresenta il costo del capitale impiegato per la realizzazione dell'investimento.

Come già illustrato, i flussi di cassa rilevanti sono due: FCFO e FCFE. Pertanto, il tasso di sconto da applicare alla formula del VAN dipende dai flussi di cassa che si intende valutare.

Quando i flussi rilevanti sono quelli complessivi del progetto (FCFO), il tasso di sconto è il costo medio ponderato del capitale, indicato con l'acronimo inglese WACC (*Weighted Average Cost of Capital*) che considera il costo di tutte le risorse finanziarie necessarie alla realizzazione dell'investimento (il capitale di debito apportato dai finanziatori e il capitale di rischio apportato dagli investitori). L'utilizzo di tale approccio è però possibile solo quando la struttura finanziaria è costante. Nel caso di un *project finance* tale approccio non deve essere utilizzato in quanto il finanziamento è specifico per l'investimento, con un debito che viene rimborsato durante la vita del progetto, e conseguentemente la struttura finanziaria non è costante.

La formula del WACC è la seguente:

$$WACC = k_d \frac{D}{D+E} (1-t) + k_e \frac{E}{D+E}$$

K_d Costo del capitale di debito (tasso passivo dovuto al finanziatore)

K_e Costo del capitale di rischio (rendimento atteso dall'investitore)

D Ammontare di capitale di debito contratto per il finanziamento dell'investimento

E Ammontare di *equity* dell'investitore

(1-t) Beneficio fiscale derivante dalla deducibilità degli oneri finanziari, dove t è l'aliquota dell'imposta societaria

Quando, invece, i flussi rilevanti sono quelli dell'azionista (FCFE), il tasso di sconto è il costo opportunità del capitale investito, in altre parole il rendimento che l'azionista (costo dell'Equity) si attende dal progetto per rinunciare a investimenti alternativi con lo stesso livello di rischio. Esso è indicato con il simbolo K_e ed è uno degli elementi che rientrano nella formula del WACC, in quanto il capitale di rischio è una delle risorse finanziarie utilizzate per finanziare il progetto. Nelle formule precedenti il costo del capitale è stato indicato genericamente con k in quanto si proponeva la formula generale del VAN, senza distinzioni rispetto alla tipologia di flussi oggetto di valutazione.

La determinazione dei tassi relativi al costo del debito (K_d) e al costo del capitale di rischio o Equity (K_e) sono strettamente correlati sia alla tipologia di investimento da valutare, sia alla tipologia di finanziamento che si intende utilizzare. Nel paragrafo seguente si analizzano i criteri per la determinazione del costo del debito e del costo del capitale di rischio.

2.3 COSTO DEL CAPITALE

Costo del debito (Kd)

Il costo del debito è il rendimento lordo di mercato richiesto dalle banche per finanziare il progetto oggetto di valutazione, considerando lo specifico rischio operativo e la struttura finanziaria. Si determina stimando il tasso base (tasso interbancario di riferimento) e lo *spread* bancario per il rischio, cioè la remunerazione richiesta dall'intermediario finanziario.

In genere, nella valutazione dei progetti di investimento si prende a riferimento un tasso fisso, determinato dai seguenti parametri: tasso Eurirs e *spread* bancario. Non si utilizza un tasso variabile poiché si vuole escludere il rischio di fluttuazione dei tassi di interesse.

1. Il tasso Eurirs è il tasso interbancario di riferimento utilizzato come parametro di indicizzazione dei mutui ipotecari a tasso fisso. È diffuso quotidianamente dalla Federazione Bancaria Europea ed è pari alla media ponderata delle quotazioni alle quali le banche operanti nell'Unione Europea realizzano l'*Interest Rate Swap*. La scadenza utilizzata è pari alla durata del finanziamento strutturato per l'operazione oggetto di valutazione.
2. Lo *spread* bancario è determinato in funzione di due principali elementi, da un lato il costo della raccolta e dall'altro il margine per la banca. Una componente di questo margine è finalizzata a remunerare i costi di funzionamento, ed è pertanto fissa e immutabile; un'altra è invece finalizzata a remunerare il capitale della banca: quest'ultima componente deve tener conto anche della rischiosità specifica dell'investimento finanziato.

Il tasso Kd riportato nel piano considera l'attuale curva dei tassi Eurirs (Fonte: www.euribor.it/tassi-storici-eurirs) sulla durata di riferimento e lo *spread* bancario che si ritiene applicabile al Progetto sulla base dell'esperienza del Proponente e delle indagini condotte, anche in relazione all'attuale situazione sul mercato finanziario e alle aspettative circa lo scenario futuro.

Costo del capitale proprio (Ke)

Il costo "dell'*equity*" è il rendimento minimo che il mercato richiede per investire nel progetto, considerando il rischio operativo, il costo del debito e la struttura finanziaria. In altre parole, rappresenta la redditività che un investitore richiede sul capitale proprio per remunerare il rischio sopportato in uno specifico investimento.

In linea teorica il tasso può essere stimato estraendolo dal mercato, cioè ricercando il rendimento minimo richiesto con un'indagine presso gli operatori o con modelli di stima basati sui rendimenti storici. Tra questi ultimi, il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) rappresenta la principale metodologia per il calcolo del costo del capitale di rischio per gli operatori privati⁴.

Nel caso specifico, è stato utilizzato il costo dell'Equity del Proponente, soggetto operante nel settore crocieristico e nello sviluppo e gestione di terminal crocieristici.

2.4 COSTRUZIONE DEI FLUSSI DI CASSA

I flussi di cassa rilevanti devono soddisfare le seguenti caratteristiche: monetari, incrementali, al netto delle conseguenze fiscali; nel caso di flussi operativi non devono considerare alcun effetto relativo agli oneri finanziari.

I flussi monetari rappresentano la base della valutazione di convenienza di progetti di investimento e di operazioni finanziarie; essi si distinguono da quelli economici (grandezze contabili), che, seguendo il principio della competenza, prescindono dal momento in cui si verificano. I flussi di cassa si registrano nel momento dell'esborso o dell'incasso effettivi.

I flussi da considerare devono essere incrementali, in altre parole essi derivano dalla comparazione tra una situazione con investimento e una senza investimento. Questo significa che devono essere considerate tutte e solo quelle grandezze che si modificano a seguito dell'investimento oggetto di valutazione (questo criterio è di fatto soddisfatto nel caso specifico in oggetto, in quanto si valuta il progetto *stand alone*). Essi, inoltre, devono essere al netto delle conseguenze fiscali, derivanti da eventuali minusvalenze o plusvalenze o dall'andamento della gestione caratteristica influenzata dal progetto di investimento medesimo.

I flussi di cassa del progetto (FCFO) sono anche chiamati *unlevered*, in quanto non considerano la struttura finanziaria, dimensione che è già "catturata" dal WACC, tasso a cui sono attualizzati i flussi di cassa del progetto

⁴ Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2008). *Principles of Corporate Finance*. McGraw Hill

valutati attraverso il VAN. I flussi di cassa del Progetto sono tutti i flussi liberati dalla gestione operativa che sono quindi funzionali a pagare il capitale investito nel suo complesso. Essi quindi devono essere calcolati al lordo degli oneri finanziari. Le conseguenze fiscali derivanti dagli oneri finanziari sono, invece, considerate, poiché sono incorporate nel fattore (1-t) nella formula del WACC.

I flussi di cassa dell'azionista (FCFE), anche chiamati *levered*, tengono conto delle dinamiche del finanziamento bancario (erogazione del debito durante la fase di costruzione e rimborso del debito durante la fase di gestione). Essi misurano le risorse che gli azionisti devono immettere nel progetto (*equity*) e quelle che il progetto restituisce agli azionisti

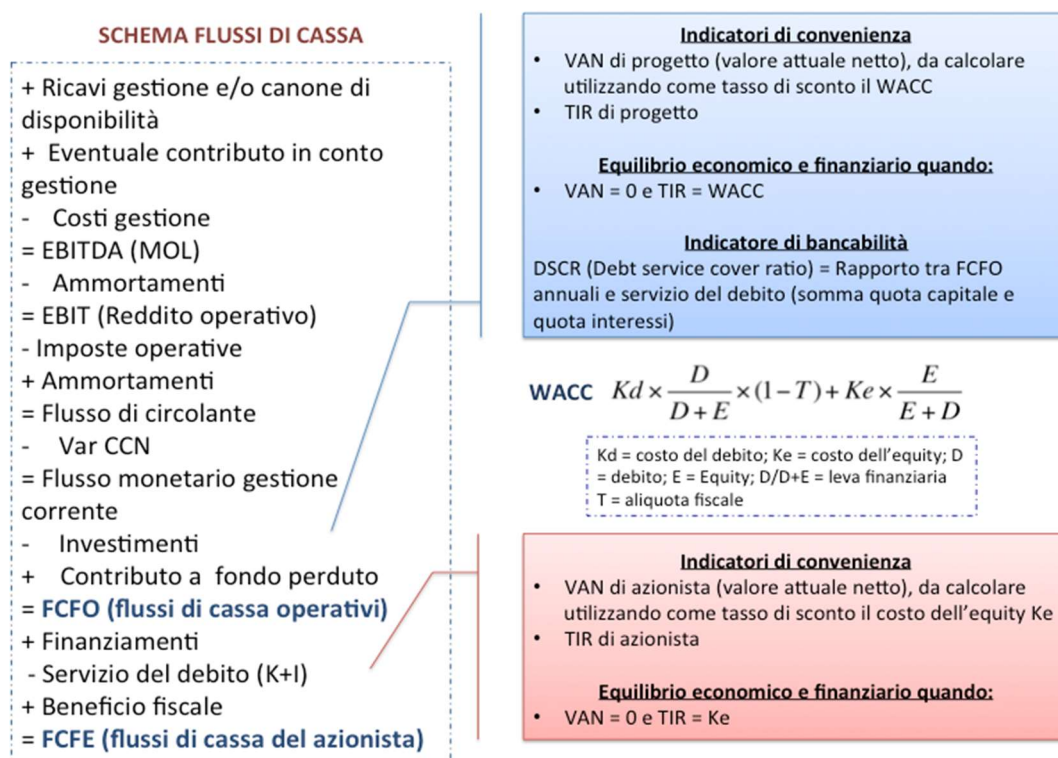


Figura 2.2: Esempio di modello di costruzione dei flussi di cassa e i criteri di valutazione

3 IPOTESI SPECIFICHE NELLA COSTRUZIONE DEL PEF

3.1 IPOTESI GENERALI

Valuta

Tutti i valori del PEF sono espressi in Euro a valore nominale.

Inflazione

Su ipotesi del Proponente, si considera un tasso di inflazione come indicato nelle relative tabelle basato sulle previsioni economiche della Commissione Europea alla data di elaborazione⁵.

Tutti i valori relativi ai ricavi e ai costi operativi, incluse le concessioni, considerano un aggiornamento per l'inflazione. Diversamente gli investimenti nella realizzazione delle opere non considerano alcun adeguamento.

Orizzonte temporale e frequenza dei flussi

La durata complessiva dell'operazione è fissata in 40 anni (dal 2019 al 2059) di cui:

1. Un periodo iniziale di 5 anni definito "periodo di costruzione" nel corso del quale il concorrente provvederà a realizzare il porto turistico, il terminal crocieristico, il complesso immobiliare di pertinenza del porto turistico, nonché tutte le opere infrastrutturali e di urbanizzazione necessarie al funzionamento dei beni, con la flessibilità di 1 anno.

In particolare si prevede:

- il completamento delle opere necessarie all'avvio dell'attività crocieristica all'inizio del quarto anno di cantiere
 - Il completamento delle opere necessarie affinché i posti barca possano essere locati entro l'inizio del quarto anno di cantiere
 - Il completamento di tutti i beni immobili di pertinenza del porto turistico tra il quarto ed il quinto anno di cantiere.
2. Un successivo periodo, variabile per ogni singolo bene presente nel progetto, che va dal suo completamento fino a conclusione del 40esimo anno, definito "periodo di gestione" nel corso del quale il terminal, il porto turistico e i beni immobili direttamente gestiti o locati funzioneranno a regime, mentre quelli destinati alla vendita verranno via via ceduti.

I flussi di cassa sono calcolati su base annuale.

3.2 IMPOSTE

IRES & IRAP

Le imposte sui redditi sono calcolate secondo le normali regole fiscali, in particolare ai fini IRAP non considerando la deducibilità fiscale degli oneri finanziari e, dove l'informazione è stata enucleabile dai dati disponibili, per il costo del lavoro.

L'aliquota IRAP è considerata al 4,82% e l'aliquota IRES è considerata al 24,00%.

Il calcolo delle imposte considera un eventuale riporto a nuovo integrale delle perdite d'esercizio.

In appendice è riportato il prospetto completo delle imposte sui redditi.

IVA

Nel PEF l'IVA è puntualmente calcolata su tutti gli investimenti applicando la relativa aliquota come puntualmente specificato per ogni singola voce. Coerentemente con la più probabile strategia di finanziamento adottata dagli operatori di mercato, si assume l'utilizzo di un finanziamento IVA specifico e della conseguente richiesta di rimborso del credito sull'IVA derivante dalla costruzione.

⁵ https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-performance-and-forecasts/economic-forecasts_en

L'analisi dei flussi di cassa è sempre condotta considerando anche l'impatto dell'IVA.

In appendice è riportato il prospetto completo dell'IVA durante la fase di costruzione e di gestione.

Si assume che il credito IVA sia rimborsato dopo 3 anni e sia interamente finanziato.

Gli investimenti relativi al Cruise Terminal e le relative attività gestionali sono state considerate soggette ad IVA ordinaria del 22%.

IMU e TARI

L'IMU è stata calcolata come percentuale del costo totale di costruzione utilizzando le aliquote definite dalla delibera comunale.

La Tari è stata calcolata come percentuale dell'IMU stimata.

Per entrambe le imposte si assume un incremento pari all'inflazione prevista.

Timing	0	1	2	3	4
Periodo					
Data effettivo inizio	01/01/2019	01/01/2020	01/01/2021	01/01/2022	01/01/2023
Data fine periodo	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023
Ipotesi Generali					
Inflazione (base annua)	1.30%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
Ires	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%	24.00%
Irap	4.82%	4.82%	4.82%	4.82%	4.82%
IVA ordinaria	22%				
IVA ridotta	10%				
IMU ordinaria	0.95%				
Aliquote Tari (€/mq)		Tari (€/mq)		Percentuali ammortamento annuo %	%
Box Auto		2.00 €		Box Auto	3%
F & B		17.50 €		F & B	3%
Uffici		11.50 €		Uffici	3%
Hotels		4.00 €		Hotels	3%
Lavanderie e servizi		11.50 €		Lavanderie e	3%
Cantiere navale		5.00 €		Cantiere	3%
Retails		10.00 €		Retails	3%
Centro Direzionale		11.50 €		Centro	3%
Supermercato		12.00 €		Supermercat	3%
Terminal Crociere		5.00 €		Terminal	4%
Residenziale		3.50 €		Residenziale	0%
Clubs		3.00 €		Clubs	3%
Parcheeggi interrati		2.00 €		Parcheeggi	3%
Parcheeggi a livello		- €		Parcheeggi a	3%
Posti barca		2.00 €		Posti barca	3%

Figura 3.1: Ipotesi varie e imposte

3.3 INVESTIMENTO

Di seguito si riporta il costo totale stimato dell'investimento, ripartito tra costo di acquisizione della società Iniziative Portuali, i costi relativi al contributo commisurato al costo di costruzione, i costi di progettazione, direzione Lavori, sondaggi e collaudi ed altre attività preliminari e, infine, il costo di costruzione, a sua volta ripartite tra le singole voci che lo compongono

Totale Costi Investimento	€	347,067,507
↓		
Costo di Acquisizione	€	15,000,000
Contributo commisurato al costo di costruzione	€	4,305,671
Costi progettazione e Direzione Lavori, attività preliminari, sondaggi, collaudi	€	31,144,790
Costi di costruzione	€	296,617,047
↓		
Opere di Urbanizzazione interni	€	16,199,168
Opere di Urbanizzazione esterni	€	13,336,185
Costi per gli edifici*	€	41,596,906
Costi per garages e parcheggi privati	€	20,256,000
Costi per infrastrutture e opere marittime**	€	144,522,787.54
Terminal Crociere	€	18,084,000
Fondazioni Terminal Crociere	€	13,416,000
Dragaggi	€	24,156,000
Verde Privato e Pista ciclabile	€	5,050,000

*Costi per terminal e opere di urbanizzazione esclusi

**Opere di Urbanizzazione, Dragaggi e Fondazioni Terminal esclusi

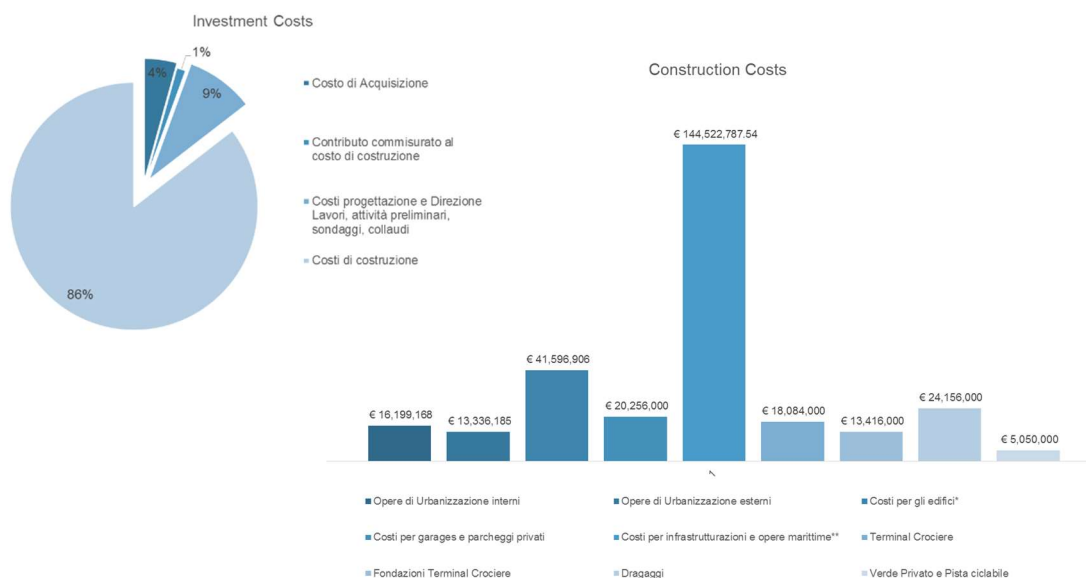


Figura 3.2: Distribuzione costi dell'Investimento e di Costruzione

3.4 CANONE DI CONCESSIONE

Il canone di concessione è stimato in € 400,000 durante la fase di cantiere, ed in euro 1,210,000 durante la fase di gestione. Il canone è ripartito preliminarmente proporzionalmente alla Capex risultante delle singole linee di Business (definite successivamente al paragrafo 3.6). Ossia:

Yacht Marina: 65.2%

Cruise Terminal: 15.1%

Real Estate: 19.8 %

I canoni concessori incrementano annualmente in funzione dell'inflazione prevista.

3.5 AMMORTAMENTI E DISINVESTIMENTI

Tutti gli ammortamenti sono effettuati considerando le seguenti percentuali di ammortamento riportate in Figura 3.1. Il dettaglio è riportato in Appendice.

Al termine della Concessione, prevista nel 2100, tutti i beni passeranno nella disponibilità del Concedente a valore residuo nullo.

3.6 FINANZIAMENTI SPECIFICI DEL PROGETTO

Il Progetto prevede diverse linee di finanziamento, differenziate secondo lo schema seguente

Linee Costruzione

Si ipotizza una finanziamento finalizzata a coprire una percentuale pari al 65% dei costi di investimento afferenti le attività fisse del progetto, ossia per quelle attività per le quali si prevede la gestione diretta o la locazione, ed una linea di finanziamento finalizzata a coprire una percentuale dei costi di costruzione afferenti le operazioni di sviluppo, entrambe con periodo di erogazione coerente ai fabbisogni della fase di costruzione.

Durante tale periodo si prevede il pagamento di oneri finanziari che saranno capitalizzati e successivamente spesati nel conto economico nel periodo di funzionamento dei beni o al momento della loro cessione.

In particolare nella fase di Costruzione sono previste due linee di finanziamento:

- ✓ *“Fin. Linea Attività Fisse Costruzione”*: linea di finanziamento destinata al finanziamento della costruzione delle Attività Fisse di tutte le linee di business, ad eccezione dei costi di costruzione afferenti la quota parte di posti barca per i quali si prevede la cessione dei Diritti di Ormeaggio a Lungo Termine, i cui costi saranno finanziati con la Linea Magazzino.
- ✓ *“Fin. Linea Magazzino Costruzione”*: linea di finanziamento destinata al finanziamento della costruzione dei beni immobili destinati alla vendita ed alla quota parte di posti barca per i quali si prevede la cessione dei Diritti di Ormeaggio a Lungo Termine

Le due Linee Costruzione prevedono l'erogazione del capitale durante la fase di costruzione e il relativo rimborso, senza ammortamento, al termine di tale fase mediante due nuovi finanziamenti denominati Linea Investimento e Linea Sviluppo.

Nella fase di Gestione e Vendita sono quindi previste due linee di finanziamento:

Linea Investimento

- ✓ *“Fin. Linea Attività Fisse Investimento”*: linea di finanziamento destinata al finanziamento della costruzione delle Attività Fisse di tutte le linee di business, ad eccezione dei costi di costruzione afferenti la quota parte di posti barca per i quali si prevede la cessione dei Diritti di Ormeaggio a Lungo Termine.

La Linea Investimento prevede un ammortamento lineare in 20 anni. Il modello prevede che nell'anno in cui viene rimborsata la Linea di Finanziamento Attività Fisse Costruzione mediante la nuova Linea Investimento, non venga rimborsato il capitale. Il rimborso del capitale inizia dall'anno successivo. Assumendo che, sebbene sia una linea di finanziamento, non vi siano altre Upfront Fee né imposte sostitutive in quanto comunque trattasi dello stesso contratto di finanziamento.

Linea Sviluppo

- ✓ *“Fin. Linea Magazzino Sviluppo”*: linea di finanziamento destinata al finanziamento della costruzione dei beni immobili destinati alla vendita ed alla quota parte di posti barca per i quali si prevede la cessione dei Diritti di Ormeaggio a Lungo Termine.

La Linea Magazzino Sviluppo prevede il rimborso del debito con i ricavi dalle vendite dei beni ipotecati e dei DOLT con un release factor ipotizzato di 1,1. Il modello prevede che la Linea di Finanziamento Magazzino Costruzione venga rimborsata mediante la nuova Linea Sviluppo al termine del cantiere. Assumendo che, sebbene sia una linea di finanziamento, non vi siano altre Upfront Fee né imposte sostitutive in quanto comunque trattasi dello stesso contratto di finanziamento.

Linea Finanziamento IVA

Si ipotizza l'utilizzo di una linea di finanziamento per il credito IVA derivante dall'investimento iniziale. In particolare si assume che il rimborso del credito IVA (stimato dopo 3 anni) sia interamente destinato al rimborso del relativo finanziamento. Gli oneri finanziari sono capitalizzati e successivamente spesati nel conto economico nel periodo di funzionamento dei beni.

Descrizione dei finanziamenti

Per ognuna delle Linee di Finanziamento sono considerate anche le imposte sostitutive, pagate in funzione dell'effettiva erogazione, e i costi di strutturazione, calcolati sul totale del finanziamento e pagati al momento della prima erogazione. Si riporta la descrizione dei principali elementi indicati nelle successive tabelle.

- ✓ Capitale Finanziato: pari al 65% del costo di investimento dell'intervento oggetto del finanziamento
- ✓ Erogazione: in funzione della tempistica di pagamento dei costi di costruzione
- ✓ Comm. Upfront: importo pari all'1% al Capitale Finanziato
- ✓ Comm. Banca Agente: commissione annuale assunta pari a 10,000 €, per la gestione del finanziamento
- ✓ Tasso int. fisso annuale: tasso di interesse fisso annuale (Kd) stimato in funzione dell'EURIRS corrente e del margine bancario. Si assume pari al 3,6% durante la fase di costruzione e pari al 3,5% durante la fase di ammortamento del debito.
- ✓ Commitment Fee: commissione pari all'1% Capitale Impegnato

3.7 COSTO DEL CAPITALE

Il costo del capitale in generale rappresenta la redditività attesa da parte degli investitori nel progetto a qualunque titolo (debito ed equity) e la sua determinazione deve essere coerente con i flussi di cassa di volta in volta analizzati.

In particolare, l'utilizzo degli FCFO presuppone l'ipotesi di una struttura finanziaria costante (approccio corporate finance), che non può essere mantenuta nel progetto. Conseguentemente le proporzioni di capitale cambiano nel tempo e non vale quindi l'ipotesi che ogni singolo euro sia investito e rimborsato in proporzione costante tra i conferenti debito ed equity per tutta la durata del progetto. Per tale ragione, si è deciso di non procedere nella stima del costo del capitale WACC da applicare al VAN di progetto.

Nel caso invece dell'analisi condotta a livello di FCFE, il costo del capitale proprio è assunto pari a quello del Proponente come riportato nella relativa tabella.

4 PIANO ECONOMICO FINANZIARIO PRELIMINARE

Per illustrare i risultati del Piano Economico Finanziario preliminare si presentano nel seguito il Conto Economico, il Prospetto del Flusso di Cassa Operativo e il Prospetto del Flusso di Cassa dell'Azionista. Tali prospetti di sintesi sono stati realizzati sulla base delle ipotesi illustrate al Capitolo 3 del presente documento e nella relazione illustrativa. Si presentano anche gli Indicatori di Sostenibilità Finanziaria, necessari al fine di verificare la bancabilità del Progetto.

4.1 CONTO ECONOMICO

Si riporta nel seguito il conto economico previsionale durante la vita del progetto.

I ricavi sono stati accorpati nelle seguenti voci:

- Ricavi da Vendite
- Ricavi dalla gestione operativa, comprensivi anche dei ricavi dagli affitti
- Ricavi da Disinvestimenti

Viene inoltre riportata, separatamente, la voce relativa ai ricavi derivanti dalle cessioni dei Diritti di Ormeaggio a Lungo Termine (DOLT). Poiché, ai fini delle imposte dirette i ricavi derivanti al concessionario-gestore da un contratto di ormeaggio vanno contabilizzati in base al principio di competenza, nell'ipotesi di contratti di ormeaggio pluriennale in cui il pagamento avvenga in unica soluzione, occorre procedere al risconto della parte riferita ad esercizi futuri in modo da attribuire a ciascun esercizio i ricavi di competenza dello stesso. In tal modo viene ripartito su vari esercizi il ricavo relativo al posto barca.

Nel conto economico tali ricavi, attribuiti a ciascun periodo di competenza sono ripotati alla seguente voce:

- Ricavi DOLT - Quote di competenza dei risconti passivi.

I costi sono invece accorpati nelle seguenti voci:

- Costi Operativi
- Costo del Personale
- Costi Generali
- Costi di Concessione
- Costi relativi alle tasse sulla proprietà

Il Conto Economico completo considera anche i costi sostenuti relativi alle linee di finanziamento e le imposte. A tal riguardo, il calcolo dell'IRES è stato effettuato considerando l'integrale riporto a nuovo delle perdite pregresse.

Sulla base di tale Conto Economico si procederà nel costruire i flussi di cassa dell'Azionista FCFE, utilizzati per valutare la convenienza economica dell'investimento considerando il Progetto e il relativo finanziamento, ed i flussi di cassa di progetto FCFO, valutati al solo fine di calcolare il rendimento IRR di Progetto e gli indicatori di sostenibilità finanziaria (ICR, DSCR, LLCR⁶).

A tale scopo, nel conto economico sono riportate le voci relative agli Oneri Finanziari Capitalizzati (OF/OFC) associate alle riduzioni del magazzino, al valore contabile dei disinvestimenti ed agli ammortamenti. Il Risultato Netto, utile alla costruzione dei flussi di cassa Azionista, è valutato considerando gli effetti degli oneri finanziari capitalizzati. Il Risultato Operativo Lordo e le tasse operative utilizzati per la definizione dei Flussi di Cassa Operativi non devono risentire degli effetti dei finanziamenti e, pertanto, sono valutati senza prendere in considerazione l'effetto di tali oneri finanziari capitalizzati.

⁶ Al solo fine del calcolo del LLCR, è stato assunto un tasso di attualizzazione per i FCFO stimato sulla base di una struttura finanziaria basata sul LTC.

Timing	0	1	2	3	4	5	39	40
Periodo								
Data effettivo inizio	01/01/2019	01/01/2020	01/01/2021	01/01/2022	01/01/2023	01/01/2024	01/01/2058	01/01/2059
Data fine periodo	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2058	31/12/2059
Ricavi								
Ricavi DOLT - Quote di competenza risconti passivi	0	0	0	932,559	1,939,913	3,295,062	2,017,903	1,517,122
Ricavi da Locazioni e Gestione	0	0	0	10,957,998	20,034,391	25,252,991	78,311,742	81,323,053
Ricavi da Magazzino - Cessioni	0	0	0	1,492,657	24,150,899	24,633,917	0	0
Ricavi da Disinvestimenti	0	0	0	0	0	0	0	0
Totale Ricavi	0	0	0	13,383,214	46,125,204	53,181,970	80,329,645	82,840,175
Costi								
Riduzione magazzino (costo del venduto)	0	0	0	1,130,382	16,403,695	16,403,695	0	0
Quota OF* capitalizzati - Riduzione magazzino	0	0	0	109,332	1,548,412	1,548,412	0	0
Valore Contabile Disinvestimenti	0	0	0	0	0	0	0	0
Quota OF* capitalizzati Disinvestimenti	0	0	0	0	0	0	0	0
Costi Operativi	0	0	0	3,886,189	7,280,250	8,217,519	19,815,405	20,287,528
Costi Generali	656,000	663,228	674,493	855,558	1,035,285	1,120,293	2,437,043	2,504,642
Costi di concessione portuale	400,000	610,333	831,774	1,061,830	1,300,754	1,326,770	2,601,365	2,653,393
Tasse sulla proprietà (IMU e TARI immobilizzazioni)	0	0	0	242,587	1,161,338	1,184,565	2,322,549	2,369,000
Totale Costi Produzione (OFC* esclusi)	1,056,000	1,273,561	1,506,267	7,176,545	27,181,324	28,252,842	27,176,362	27,814,562
Totale Costi Produzione (OFC* inclusi)	1,056,000	1,273,561	1,506,267	7,285,878	28,729,735	29,801,253	27,176,362	27,814,562
Valore Aggiunto (OFC* esclusi)	-1,056,000	-1,273,561	-1,506,267	6,206,669	18,943,880	24,929,128	53,153,283	55,025,613
Valore Aggiunto (OFC* inclusi)	-1,056,000	-1,273,561	-1,506,267	6,097,336	17,395,468	23,380,716	53,153,283	55,025,613
Costi Personale	320,000	536,890	1,021,378	1,908,659	2,035,520	1,877,214	3,476,370	3,545,897
Margine Operativo Lordo (OFC* esclusi)	-1,376,000	-1,810,451	-2,527,644	4,298,010	16,908,360	23,051,914	49,676,913	51,479,716
Margine Operativo Lordo (OFC* inclusi)	-1,376,000	-1,810,451	-2,527,644	4,188,678	15,359,949	21,503,502	49,676,913	51,479,716
Ammortamenti								
Ammortamenti	0	0	0	5,920,245	8,960,546	8,960,546	0	0
Quota OF* capitalizzati Ammortamenti	0	0	0	575,381	867,270	867,270	0	0
Risultato Operativo Lordo (OFC* esclusi)	-1,376,000	-1,810,451	-2,527,644	-1,622,234	7,947,815	14,091,368	49,676,913	51,479,716
Risultato Operativo Lordo (OFC* inclusi)	-1,376,000	-1,810,451	-2,527,644	-2,306,948	5,532,133	11,675,686	49,676,913	51,479,716
Interessi Linee di Finanziamento	913,787	463,706	1,291,753	1,454,626	1,220,100	6,874,921	0	0
Prospetto Imposte								
Imposte Operative per calcolo FCFO	0	0	0	13,806	862,692	3,916,875	14,484,447	15,007,366
Imposte per calcolo del Reddito netto	0	0	0	0	571,738	883,687	14,484,447	15,007,366
Risultato Netto	-2,289,787	-2,274,156	-3,819,398	-3,761,573	3,740,295	3,917,078	35,192,466	36,472,350

Figura 4.1: Conto Economico completo con finanziamento (primi e ultimi periodi, in appendice l'analisi completa)

4.2 PROSPETTO DEI FLUSSI DI CASSA OPERATIVI

Si riportano nel seguito i flussi di cassa operativi FCFO previsionali durante la vita del progetto. Si evidenzia in particolare il calcolo dell'IRR a livello operativo.

Timing	0	1	2	3	4	5	39	40
Periodo								
Data effettivo inizio	01/01/2019	01/01/2020	01/01/2021	01/01/2022	01/01/2023	01/01/2024	01/01/2058	01/01/2059
Data fine periodo	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2058	31/12/2059
FCFO - Flusso di Cassa Operativo								
Risultato Operativo Lordo - OFC Esclusi	-1,376,000	-1,814,129	-2,527,644	-1,622,234	7,563,267	13,154,571	49,437,159	51,235,167
Imposte Operative FCFO	0	0	0	13,806	825,698	3,572,174	14,415,350	14,936,887
Var. Ratei e Risconti-anticipazioni DOLT	0	0	0	25,942,527	26,876,299	32,364,070	-2,017,903	-1,517,122
Var. Attività fisse	-23,391,915	-55,243,877	-135,009,280	-46,325,500	-6,601,364	8,960,546	0	0
Var. Magazzino	-3,504,532	-7,713,644	-30,444,173	-19,373,557	12,955,201	16,403,695	0	0
Flusso IVA effettivo	-6,061,538	-13,997,374	-36,548,148	-9,767,856	9,787,937	36,399,759	0	0
Valore finale	0	0	0	0	0	0	0	832,571,459
Flusso di Cassa Azionista (FCFO) post IVA	-34,333,985	-78,769,024	-204,529,244	-51,132,815	51,407,039	110,854,815	61,834,606	897,226,391
Cumulata FCFO	-34,333,985	-113,103,009	-317,632,253	-368,792,680	-319,037,037	-215,326,570	560,189,221	1,043,278,087
Indicatori finanziari FCFO								
Payback Period FCFO								9
IRR prog.								9.45%

Figura 4.2: Flussi di cassa operativi FCFO (primi e ultimi periodi, in appendice l'analisi completa)

4.3 PROSPETTO DEI FLUSSI DI CASSA PER L'AZIONISTA

Si riportano nel seguito i flussi di cassa dell'azionista FCFE previsionali durante la vita del Progetto. Si evidenzia che partendo dal Reddito Netto nella costruzione del flusso si considerano le variazioni degli investimenti (al netto degli ammortamenti), le variazioni dei finanziamenti bancari e il flusso IVA.

Dai FCFE emergono l'IRR complessivo dell'iniziativa e la massima esposizione di equity (cumulata) necessaria secondo le ipotesi di finanziamento adottate, oltre al VAN dell'investimento che rappresenta la ricchezza incrementale creata espressa in moneta al tempo iniziale. Si riportano anche i valori di Equity investita (Equity IN) e generata (Equity OUT), oltre alle relative cumulate. Il valore Equity IN totale rappresenta il valore di Equity necessaria per realizzare l'intero Investimento.

Periodo	0	1	2	3	4	5	39	40
Data effettivo inizio	01/01/2019	01/01/2020	01/01/2021	01/01/2022	01/01/2023	01/01/2024	01/01/2058	01/01/2059
Data fine periodo	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2058	31/12/2059
FCFE - Flusso di								
Risultato Netto	-2,289,787	-2,277,834	-3,819,398	-3,761,573	3,392,740	3,070,401	35,021,809	36,298,279
Var. Ratei e Risconti-anticipazioni DOLT	0	0	0	25,942,527	26,876,299	32,364,070	-2,017,903	-1,517,122
Var. Attività fisse	-23,391,915	-55,243,877	-135,009,280	-46,325,500	-6,601,364	8,960,546	0	0
Var. Magazzino	-3,504,532	-7,713,644	-30,444,173	-19,373,557	12,955,201	16,403,695	0	0
Var. OFC Attività fisse	-5,222,478	-3,248,476	-5,654,064	-5,881,701	-5,781,954	867,270	0	0
Var. OFC Magazzino	-1,215,626	-678,301	-1,235,432	-1,401,908	-4,635	1,548,412	0	0
Var. Linee di Finanziamento	23,399,909	54,773,043	143,944,503	57,375,006	2,688,396	-79,509,289	0	0
Flusso IVA effettivo	-6,061,538	-13,997,374	-36,548,148	-9,767,856	9,787,937	36,399,759	0	0
Valore finale	0	0	0	0	0	0	0	448,307,709
Flusso di Cassa Azionista (FCFE) post IVA	-18,285,967	-28,386,463	-68,765,990	-3,194,562	43,312,621	20,104,864	33,003,905	483,088,866
Cumulata FCFE post Iva	-18,285,967	-46,672,429	-115,438,420	-118,632,982	-75,320,360	-55,215,497	500,277,205	983,366,071
Equity IN	18,285,967	28,386,463	68,765,990	3,194,562	0	0	0	0
Equity OUT	0	0	0	0	43,312,621	20,104,864	33,003,905	483,088,866
Cumulata Equity IN	18,285,967	46,672,429	115,438,420	118,632,982	118,632,982	118,632,982	118,632,982	118,632,982
Indicatori finanziari FCFE								
Payback Period FCFE								8
IRR FCFE post IVA								15.15%
VAN FCFE post Iva								52,059,545
Equity Multiple								9.3

Figura 4.3: Flussi di cassa per l'azionista FCFE per l'intero Investimento (primi e ultimi periodi, in appendice l'analisi completa)

4.4 INDICATORI DI SOSTENIBILITÀ FINANZIARIA

Si riportano nel seguito i principali indicatori di sostenibilità finanziaria calcolati durante l'intera vita del Progetto. In particolare si evidenzia con sottolineatura il massimo LTV a valori contabili e i minimi indicatori di sostenibilità (ICR, DSCR, LLCR⁷) durante la fase di Gestione del Progetto.

Timing										
Periodo		0	1	2	3	4	5	6	39	40
Data effettivo inizio		01/01/2019	01/01/2020	01/01/2021	01/01/2022	01/01/2023	01/01/2024	01/01/2025	01/01/2058	01/01/2059
Data fine periodo		31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2058	31/12/2059
Sostenibilità del debito										
Debito EOP		23,399,909	78,172,952	222,117,456	279,492,462	282,180,858	202,671,569	135,339,713	0	0
Valore degli attivi		32,957,985	109,912,071	311,913,671	387,381,393	371,239,618	309,475,618	268,106,447	0	0
LTV (DEBT/total ASSETS)	76.0%	71.0%	71.1%	71.2%	72.1%	76.0%	65.5%	50.5%	-7.8%	-7.8%
RISULTATO OPERATIVO (A-B-C-D)										
E) Saldo gestione finanziaria		-1,376,000	-1,810,451	-2,527,644	-1,622,234	7,947,815	14,091,368	19,169,930	49,676,913	51,479,716
ICR (RO/Interessi)	-0.41 13.60	-0.19	-0.41	-0.31	-0.17	0.84	2.05	4.04	n.a.	n.a.
Flusso di Cassa Operativo (FCFO) (post Iva)										
Servizio del Debito		-34,333,985	-78,764,536	-204,529,244	-51,161,235	50,103,197	104,302,563	89,810,214	33,174,562	485,402,742
DSCR (FCFO/Servizio Debito)	1.21 2.38	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	1.21	1.25	n.a.	n.a.
LLCR (Loan Life Cover Ratio)	0.81 2.00	2.49	1.22	0.81	1.41	1.65	2.17	2.64	n.a.	n.a.

Figura 4.4: indicatori di sostenibilità finanziaria per l'intero progetto (primi e ultimi periodi, in appendice l'analisi completa)

Il DSCR si mantiene sempre maggiore all'unità per tutta la durata dei Debiti. Gli indicatori di finanziamento sono sempre sostenibili.

⁷ Al solo fine del calcolo del LLCR, è stato assunto un tasso di attualizzazione per i FCFO stimato sulla base di una struttura finanziaria basata sul LTC.

5 RISULTATI DI SINTESI E CONCLUSIONI

Si riportano nel seguito i risultati di sintesi del progetto.

	MIN	AVERAGE
LTV (DEBT/total ASSETS)	76.0%	
ICR (RO/Interessi)	-0.41	13.28
DSCR (FCFO/Servizio Debito)	1.20	2.33
LLCR (Loan Life Cover Ratio)	0.77	1.95
Payback Period FCFO	9	
IRR prog.	9.5%	
Payback Period FCFE	8	
IRR FCFE post IVA	15.1%	
VAN FCFE post Iva	52,059,545	
Equity Multiple	9.3	

Figura 5.1: Sintesi del progetto

I dati evidenziati in figura, elaborati sulla base delle ipotesi presentate nel presente Documento, mostrano che il Progetto è nel suo complesso fattibile (VAN positivo), bancabile (DSCR medio maggiore di 1) e allineato ai rendimenti medi attesi dagli investitori (IRR FCFE maggiore del Ke).

In conclusione, il Progetto presenta un equilibrio economico e finanziario, sia in termini di convenienza economica per la capacità di creare valore (VAN) nell'arco dell'efficacia del contratto e di generare un livello di redditività adeguato per il capitale investito (IRR), sia in termini di sostenibilità finanziaria per la capacità del Progetto di generare flussi di cassa operativi sufficienti a garantire il rimborso del finanziamento.

Appendice A

Tabelle di dettaglio sull'intero periodo considerato nel Piano economico-Finanziario

Timing

Periodo	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
Data effettivo inizio	01/01/2019	01/01/2020	01/01/2021	01/01/2022	01/01/2023	01/01/2024	01/01/2025	01/01/2026	01/01/2027	01/01/2028	01/01/2029	01/01/2030	01/01/2031	01/01/2032	01/01/2033	01/01/2034	01/01/2035	01/01/2036	01/01/2037	01/01/2038	01/01/2039
Data fine periodo	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033	31/12/2034	31/12/2035	31/12/2036	31/12/2037	31/12/2038	31/12/2039

FCFO - Flusso di Cassa Operativo

Risultato Operativo Lordo - OFC Esclusi	-1,376,000	-1,810,451	-2,527,644	-1,622,234	7,947,815	14,091,368	19,169,930	22,118,642	15,739,414	16,063,278	16,266,146	15,960,386	15,891,777	15,979,292	15,898,240	16,181,800	16,470,748	16,765,180	17,065,194	17,370,890	17,682,368
Imposte Operative FCFO	0	0	0	13,806	862,692	3,916,875	5,608,844	6,460,757	4,623,987	4,720,798	4,781,092	4,696,026	4,678,178	4,705,363	4,684,007	4,767,771	4,853,129	4,940,110	5,028,742	5,119,054	5,211,078
Var. Ratei e Risconti-anticipazioni DOLT	0	0	0	25,942,527	26,876,299	32,364,070	34,879,957	23,251,455	24,794,554	29,691,894	6,123,721	5,913,393	5,698,859	-2,153,795	-3,903,326	-10,416,824	-10,416,824	-10,416,824	-10,416,824	-10,416,824	-10,416,824
Var. Attività fisse	-23,391,915	-55,243,877	-135,009,280	-46,325,500	-6,601,364	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546
Var. Magazzino	-3,504,532	-7,713,644	-30,444,173	-19,373,557	12,955,201	16,403,695	16,403,695	15,273,314	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flusso IVA effettivo	-6,061,538	-13,996,565	-36,548,148	-9,768,665	9,787,937	36,399,759	16,004,930	4,182,289	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valore finale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flusso di Cassa Azionista (FCFO) post IVA	-34,333,985	-78,764,536	-204,529,244	-51,133,624	51,828,581	112,136,314	101,027,902	80,247,002	54,118,500	59,436,516	36,131,504	35,530,351	35,229,359	27,491,406	25,639,467	19,493,292	19,867,598	20,249,011	20,637,657	21,033,665	21,437,167
Cumulata FCFO	-34,333,985	-113,098,522	-317,627,766	-368,789,001	-318,685,804	-214,383,241	#####	-57,247,540	-12,377,013	37,617,906	64,187,227	90,325,526	116,198,529	134,279,209	150,550,662	160,508,412	170,669,752	181,038,543	191,618,716	202,414,273	213,429,285

Timing

Periodo	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35	36	37	38	39	40
Data effettivo inizio	01/01/2039	01/01/2040	01/01/2041	01/01/2042	01/01/2043	01/01/2044	01/01/2045	01/01/2046	01/01/2047	01/01/2048	01/01/2049	01/01/2050	01/01/2051	01/01/2052	01/01/2053	01/01/2054	01/01/2055	01/01/2056	01/01/2057	01/01/2058	01/01/2059
Data fine periodo	31/12/2039	31/12/2040	31/12/2041	31/12/2042	31/12/2043	31/12/2044	31/12/2045	31/12/2046	31/12/2047	31/12/2048	31/12/2049	31/12/2050	31/12/2051	31/12/2052	31/12/2053	31/12/2054	31/12/2055	31/12/2056	31/12/2057	31/12/2058	31/12/2059

FCFO - Flusso di Cassa Operativo

Risultato Operativo Lordo - OFC Esclusi	17,682,368	17,999,731	18,323,082	18,652,526	18,988,171	19,737,193	20,615,627	21,006,647	22,156,661	25,067,130	25,855,124	26,755,759	27,600,083	29,406,037	32,089,021	34,063,379	40,059,991	44,809,133	47,363,299	49,676,913	51,479,716
Imposte Operative FCFO	5,211,078	5,304,842	5,400,378	5,497,717	5,596,891	5,815,249	6,070,954	6,186,236	6,520,313	7,361,805	7,591,654	7,854,022	8,100,216	8,623,609	9,399,821	9,971,866	11,703,186	13,075,047	13,814,378	14,484,447	15,007,366
Var. Ratei e Risconti-anticipazioni DOLT	-10,416,824	-10,416,824	-10,416,824	-10,416,824	-10,416,824	-10,031,910	-9,545,453	-9,545,453	-8,916,644	-8,635,758	-8,406,521	-8,114,287	-7,875,790	-7,163,566	-5,878,844	-5,137,846	-4,382,028	-3,611,094	-2,822,386	-2,017,903	-1,517,122
Var. Attività fisse	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546	8,960,546
Var. Magazzino	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Flusso IVA effettivo	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Valore finale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	836,545,384
Flusso di Cassa Azionista (FCFO) post IVA	21,437,167	21,848,294	22,267,181	22,693,965	23,128,783	24,481,078	26,101,674	26,607,976	28,720,875	30,685,867	31,932,947	33,388,183	34,717,199	37,758,770	42,502,688	45,790,089	50,327,009	54,597,235	58,355,291	62,143,457	901,515,344
Cumulata FCFO	213,429,285	224,667,895	236,134,320	247,832,850	259,767,851	272,618,431	286,578,197	300,813,700	316,493,950	332,456,207	349,205,845	366,885,985	385,402,753	405,914,304	429,617,350	455,463,707	482,384,344	510,831,485	541,558,020	574,732,583	1,060,135,324

Figura 5.4: Flussi di cassa operativi FCFO

