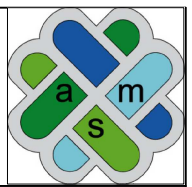


COMMITTENTE: ASM Garbagnate Milanese s.p.a.

Via Venezia, n. 8 -20024 Garbagnate Milanese
Tel. 02 99028186 - P.IVA 12227410151



OGGETTO:

Progettazione Preliminare per la realizzazione di un nuovo distributore di carburanti ecologici per autotrazione.

PROGETTISTA, DIRETTORE LAVORI E COORDINATORE GENERALE, OPERE CIVILI, ARCHITETTONICHE:

ARCH. ERMINIO CARELLA

PROGETTISTA JUNIOR:

GEOM. RIZZELLO MARCO GIOVANNI



Studio d'Architettura



PROGETTI

Studio Architettura Carella
Via Giosuè Carducci, 20
20068 Peschiera Borromeo (Mi)
☎ 0255301332
☎ 025472210
✉ ecarella@abcprogetti.com
✉ mrizzello@abcprogetti.com

CONSULENTE PROGETTISTA IMPIANTI:

IMPI PROGETTI S.R.L.



STUDIO GEOLOGICO:

DOTT. FAUSTO ALESSANDRO CRIPPA



DISTRIBUTORE DI CARBURANTI ECOLOGICI

Titolo **PROGETTO PRELIMINARE**

Elaborato **PIANO ECONOMICO FINANZIARIO**

Identificativo lavoro	File 001 studio/003 LLPP/ASM Garbagnate policarburanti/	Formato 210/297	Scala	Data MARZO 2010
-----------------------	--	--------------------	-------	--------------------

Rev.	Data	Descrizione	Disegnatore	Controllo	approvazione	n° Elaborato
						DOC-002

IL MODELLO DI INTERVENTO E LE ANALISI ECONOMICO-FINANZIARIE

LE IPOTESI DI BASE

Premessa

Sulla base delle previsioni di carattere progettuale riportate nel presente documento, al fine di verificare la fattibilità economico-finanziaria dell'intervento, è stato predisposto un Piano economico-finanziario *ad hoc* per tener conto delle caratteristiche peculiari dell'iniziativa.

Le simulazioni economico-finanziarie sono state elaborate ipotizzando la realizzazione dell'intervento attraverso il finanziamento integrale con capitali del Concessionario, ossia senza alcuna forma di contribuzione, né in corso d'opera, né alla scadenza della concessione (con la previsione, ad esempio, di un prezzo di subentro secondo quanto previsto dall'art. 143, comma 7 del Codice dei contratti).

Si ritiene opportuno sottolineare come l'analisi economico-finanziaria contenuta nel presente lavoro è stata elaborata nel corso del primo trimestre del 2010, in un contesto economico caratterizzato dal recentissimo deterioramento del sistema dei mercati finanziari mondiali, e pertanto in grado di condizionare i comportamenti di tutti gli operatori coinvolti.

Le assunzioni contenute nel presente Piano economico-finanziario, se pur in parte condizionate da tale contesto, sono solo relativamente **rappresentative delle condizioni di mercato originate da tali avvenimenti**, in considerazione di due elementi principali, ovvero dell'impossibilità di parlare al momento di condizioni di mercato "consolidate", essendo le stesse in continuo divenire, anche se tendenti giorno dopo giorno verso il miglioramento, e dell'orizzonte temporale assunto nello sviluppo del presente Piano economico-finanziario, che prevede un periodo di tempo per lo sviluppo e l'ultimazione delle attività non inferiore a 15 mesi.

Il Piano degli Investimenti e la durata della concessione

Il costo complessivo per la realizzazione dell'opera, dettagliato nel capitolo precedente, risulta pari a 1,367 milioni di euro (IVA esclusa) – 1,640 milioni di euro, IVA inclusa, secondo quanto riportato nella tavola che segue:

Tavola 1 – Fabbisogno finanziario complessivo

Quadro economico di progetto (dati in euro)		Totale	2010	2011
Lavori		708.789	-	708.789
Impianti (elettrici/meccanici/idricosanitari/antincendio)		385.211	-	385.211
Opere e impianti		1.094.000	-	1.094.000
Oneri per la sicurezza (non soggetti a ribasso)	2,0%	42.000	-	42.000
Lavori e oneri per la sicurezza		1.136.000	-	1.136.000
Spese tecniche (collaudi, imprevisti, allacciamenti)	20,4%	231.442	88.275	143.167
Totale Oneri Concessionario a quadro economico		1.367.442	88.275	1.279.167
IVA su Lavori	20,0%	227.200	-	227.200
IVA su Spese tecniche	20,0%	46.288	17.655	28.633
Totale Oneri a Quadro economico (IVA inclusa)		1.640.930	105.930	1.535.000
Costi capitalizzati in costruzione		124.771	58.693	66.077
Costi dei finanziamenti capitalizzati		116.962	29.125	87.837
Iva su altri costi capitalizzati		21.035	11.568	9.467
Totale Fabbisogno finanziario complessivo (IVA inclusa)		1.903.697	205.316	1.698.381

Al fine di determinare il fabbisogno complessivo necessario allo sviluppo dell'operazione, sono state considerate, oltre i costi di costruzione, le ulteriori spese che il concessionario sosterrà in fase di costruzione per la strutturazione dell'intervento, quali spese generali e amministrative, spese assicurative e oneri connessi al montaggio finanziario dell'operazione, tra cui *due diligence* tecniche, legali ed economico-finanziarie richieste dagli Istituti finanziatori, commissioni o *fees* da riconoscere sui prestiti da contrarre, imposta sostitutiva, oltre al pagamento di tutti gli oneri finanziari previsti nel periodo di costruzione, che si ipotizzano capitalizzati o portati a Stato Patrimoniale, a diretto incremento del valore dell'investimento.

Il totale delle risorse complessivamente assorbite dal progetto nella fase di costruzione è dunque ipotizzato pari a ca. 1,609 milioni di euro, oltre IVA. Oltre a tale impiego di risorse, dunque, il futuro concessionario dovrà prevedere che, nel periodo, graveranno sulle sue casse ulteriori 295 mila euro circa, per assolvere l'imposta sul valore aggiunto, che si è ipotizzata coperta da una linea di finanziamento *ad hoc*.

Come anticipato al paragrafo precedente, si ipotizzano le seguenti tempistiche ai fini della elaborazione delle analisi economico-finanziarie:

- stipula del contratto di concessione: ottobre 2010;
- elaborazione del progetto definitivo: gennaio 2011;
- avvio dei lavori e loro completamento, entro dicembre 2011

- avvio della gestione: gennaio 2012

La durata complessiva della concessione è stata assunta pari a 29 anni e 3 mesi.

Ipotesi inflative adottate

Le ipotesi inflative adottate sono di seguito elencate:

- costi generali e amministrativi del Concessionario: si è proceduto ad indicizzarli al tasso di inflazione pari al 1,90%, determinato sulla media degli indici ISTAT-FOI degli ultimi 5 anni.
- ricavi da affitti: sono stati indicizzati al 75% del tasso medio ISTAT-FOI in precedenza esposto, ovvero al tasso del 1,425%
- costi e ricavi relativi ai carburanti:
 - benzina 3% (dato prudenziale, in funzione di un incremento del prezzo medio registrato nel passato decennio pari al ca. 5.3%)
 - Diesel 3% (incremento medio periodo 1999-2009 pari al 6.9%)
 - Metano 2% (incremento medio ultimi 11 anni del 8.2%)

L'anno base del PEF è l'anno 2010

I ricavi di gestione

Come anticipato, l'avvio della gestione è previsto dopo la fine dei lavori e il relativo collaudo, ovvero nel gennaio del 2012.

Le componenti di ricavo presenti nel presente derivano dalla vendita dei carburanti e in misura ridotta, dall'ipotesi di affitto del bar/tavola calda realizzato.

Con riferimento ai ricavi da prodotti "tradizionali", quali Benzina e Gasolio, sono stati ipotizzati 1.800.000 mila litri venduti in un anno, circa 50% di benzina e 50% di gasolio, con un margine a litro per il concessionario di ca. 7.5 centesimi di euro a valori 2010. Per i successivi anni tali ipotesi di volumi sono state mantenute costanti.

Con riferimento al Metano, invece, i Kg venduti sono stati individuati in ca. 1.000.000, in ipotesi però di crescita annua pari al 5%, per la durata della concessione, in funzione dell'incremento delle immatricolazioni di auto a Metano registrate nel triennio 2006-2008, superiore al 100% in ragion d'anno. Il margine ipotizzato su Kg di Metano è, a valori 2010, pari a ca. 11.4 centesimi di euro.

I costi di gestione

I costi della gestione operativa sono rappresentati dai costi della gestione corrente, ovvero costi per spese amministrative e generali, costi del personale e degli amministratori, costi assicurativi, spese di tenuta conto corrente (pagamento tramite carte di credito/bancomat) e costi per le manutenzioni ordinarie e straordinarie.

Tali costi, sono stati complessivamente stimati non inferiori a ca. 136,5 mila in ragion d'anno, escludendo unicamente le manutenzioni straordinarie, che sono state previste in misura crescente negli anni in funzione del normale deterioramento dei beni, e che sono visibili a conto economico nella voce spese capitalizzate a partire dall'anno 2012.

Ammortamento finanziario

Per quanto riguarda i beni gratuitamente devolvibili, il Piano Economico-Finanziario prevede un ammortamento finanziario a quote costanti, ai sensi di quanto previsto dalla normativa vigente per le concessioni (art. 104 del TUIR - Testo Unico Imposte sui Redditi del 22/12/1986, n. 917: *“Per i beni gratuitamente devolvibili alla scadenza di una concessione e' consentita, in luogo dell'ammortamento di cui agli articoli 102 e 103, la deduzione di quote costanti di ammortamento finanziario, determinate dividendo il costo dei beni, diminuito degli eventuali contributi del concedente, per il numero degli anni di durata della concessione, considerando tali anche le frazioni. In caso di modifica della durata della concessione, la quota deducibile e' proporzionalmente ridotta o aumentata a partire dall'esercizio in cui la modifica e' stata convenuta. In caso di incremento o di decremento del costo dei beni, per effetto di sostituzione a costi superiori o inferiori, di ampliamenti, ammodernamenti o trasformazioni, di perdite e di ogni altra causa, la quota di ammortamento finanziario deducibile e' rispettivamente aumentata o diminuita, a partire dall'esercizio in cui si e' verificato l'incremento o il decremento, in misura pari al relativo ammontare diviso per il numero dei residui anni di durata della concessione. Per le concessioni relative alla costruzione e all'esercizio di opere pubbliche sono ammesse in deduzione quote di ammortamento finanziario differenziate da calcolare sull'investimento complessivo realizzato. Le quote di ammortamento sono determinate nei singoli casi con decreto del Ministero dell'economia e delle finanze in rapporto proporzionale alle quote previste nel piano economico-finanziario della concessione,*

includendo nel costo ammortizzabile gli interessi passivi anche in deroga alle disposizioni del comma 1 dell'articolo 110”).

Il totale dell'investimento ammortizzato comprende pertanto sia i costi diretti di costruzione, gli oneri o spese capitalizzati nel periodo di costruzione e i costi sostenuti per le manutenzioni straordinarie.

La struttura finanziaria ipotizzata

Le risorse impiegate nell'operazione si ipotizzano coperte con apporto di mezzi propri (*equity*), finanziamenti a medio-lungo termine (*senior debt*) e finanziamento a breve per la copertura dell'anticipazione dell'IVA sui costi (VAT Facility):

Tavola 2 - Struttura finanziaria adottata

Struttura finanziaria (€/000)	Valore	%
Equity	355	20,0%
Senior Debt	1.420	80,0%
Totale Equity e debt	1.775	100,0%

Ai fini delle elaborazioni economico-finanziarie si è ipotizzato l'apporto di capitale proprio - da parte del concessionario - pari, complessivamente, a circa 335 mila euro, versato tra l'anno 2010 e l'anno 2011, a seconda del fabbisogno di cassa di ogni periodo, nel rispetto della struttura finanziaria obiettivo Debt/Equity 80:20 disegnata per il progetto.

Al fine di garantire la copertura finanziaria degli investimenti si è ipotizzata l'accensione di 1 finanziamento di ca. 1.4 milioni, con la previsione di un rimborso strutturato per mantenere il livello minimo di ADSCR a valori mai inferiori a 1,3, come richiesto dagli Istituti Finanziatori, che si conclude nell'anno 2031, ovvero dopo 20 anni. Si è previsto un periodo di grazia o di preammortamento per l'anno 2011.

Il margine di sicurezza, inteso quale numero di periodi che residuano tra la restituzione completa del debito e la fine della concessione, ovvero periodo nel quale i flussi generati garantirebbero eventuali ritardi nella restituzione del debito, è in linea con quelli richiesti dal mercato per operazioni analoghe (minimo 6-7 anni), ovvero pari a 8 anni.

Quanto al tasso di interesse utilizzato per l'analisi economico-finanziaria, ritenendo i tassi di interessi finiti, ovvero sommatoria di curve EURIBOR + spread attualmente rilevabili come fortemente condizionate da variabili esogene (quali ad esempio le

particolari politiche economiche e monetarie adottate nei paesi europei per agevolare la ripresa economica e finanziaria - si pensi al solo tasso BCE fissato a 1,5%) e comunque poco rappresentative delle normali condizioni di mercato, si è assunto prudenzialmente un tasso finito pari al 7%, sicuramente superiore ai tassi mediamente applicati negli ultimi 5 anni dal sistema bancario su operazioni in project finance, composto da un IRS a 20 anni mediamente attestatosi sul 4,35% e uno spread pari ai restanti 265 b.p..

Sono, inoltre, considerati costi di commissioni sull'importo finanziato pari a:

- *Fees*: 1,5%;
- Imposta sostitutiva: 0,25%.

e costi per la strutturazione dell'operazione di finanziamento (*due diligence assicurativa, legale, finanziaria, financial advisory, independent engineering*), pari a ca. 40 mila euro complessivi.

Per far fronte al fabbisogno di cassa relativo all'anticipazione dell'IVA sui costi di costruzione, è stata prevista l'accensione di una linea di finanziamento dedicata (*VAT Facility*) di ca. 295 mila euro, rimborsata completamente nel primo anno di entrata in esercizio dell'opera (2012). Il tasso applicato è prudenzialmente pari al 4.5%.

Ai fini delle elaborazioni economico-finanziarie si è stata prevista la costituzione di una riserva di cassa, *Debt Service Reserve Account (DSRA)*, corrispondente ad una semestralità del servizio del debito, intesa quale quota capitale e quota interessi, a garanzia del rimborso dei finanziamenti attivati.

Proventi finanziari

I proventi finanziari inseriti nel Piano sono stati calcolati sulle giacenze di liquidità e sulle riserve di cassa (DSRA). Il tasso applicato è pari all'1% sulle giacenze libere e sulla DSRA.

Capitale circolante

Il circolante netto è stato costruito, in via prudenziale, sulle seguenti assunzioni:

- i debiti sui costi di costruzione ipotizzano una dilazione di pagamento media di 60 giorni;

- i debiti verso fornitori per il costo del carburante e altri costi di gestione ipotizzando di pagare a fine mese dalla data di ricevimento delle fatture;

Imposte

Il Piano prevede l'assoggettamento a IRES e IRAP nelle loro aliquote attualmente vigenti (rispettivamente 27,5% e 3,9%). E' stata inoltre prevista la totale deducibilità degli oneri finanziari secondo quanto disposto dalla Legge Finanziaria per il 2008.

Il pagamento delle imposte riflette acconti e saldi previsti dalla normativa vigente (calcolati sull'utile prodotto nel periodo precedente).

Per quanto riguarda l'IVA, è stata assunta un'aliquota del 20%.

Di seguito sono presentate le tavole di Conto Economico e Stato Patrimoniale ottenute:

Tavola 3 – Prospetto di conto economico 2010-2024

Conto economico (importi in €/000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ricavi da vendita benzina			1.088	1.106	1.124	1.142	1.161	1.181	1.201	1.222	1.243	1.265	1.288	1.312	1.336
Ricavi da vendita gasolio/Diesel			956	973	991	1.009	1.028	1.047	1.067	1.088	1.109	1.131	1.154	1.177	1.201
Ricavi da vendita metano			716	763	813	866	923	984	1.049	1.117	1.191	1.269	1.352	1.441	1.536
Ricavi attività commerciali			26	26	26	27	27	27	28	28	28	28	29	29	29
Costi capitalizzati	235	1.374	4	4	4	4	4	8	8	8	8	8	14	15	15
Ricavi Operativi	235	1.374	2.790	2.872	2.958	3.049	3.144	3.247	3.352	3.463	3.580	3.702	3.837	3.973	4.117
Costi acquisto benzina			(1.017)	(1.032)	(1.048)	(1.064)	(1.081)	(1.098)	(1.116)	(1.134)	(1.153)	(1.172)	(1.192)	(1.213)	(1.234)
Costi acquisto gasolio/diesel			(885)	(900)	(916)	(932)	(948)	(966)	(983)	(1.001)	(1.020)	(1.039)	(1.059)	(1.079)	(1.100)
Costi Acquisto metano			(597)	(637)	(678)	(723)	(770)	(821)	(875)	(932)	(993)	(1.059)	(1.128)	(1.202)	(1.281)
Costi generali e amministrativi	-	-	(141)	(144)	(146)	(149)	(152)	(155)	(158)	(161)	(164)	(167)	(170)	(173)	(177)
Costi capitalizzati	(235)	(1.374)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(14)	(15)	(15)
Costi operativi	(235)	(1.374)	(2.645)	(2.717)	(2.793)	(2.873)	(2.956)	(3.047)	(3.139)	(3.236)	(3.338)	(3.445)	(3.564)	(3.682)	(3.807)
Margine Operativo Lordo (EBITDA)	-	-	145	155	165	176	188	200	213	227	242	257	274	291	310
Ammortamento Finanziario	-	-	(58)	(58)	(58)	(58)	(58)	(59)	(59)	(59)	(60)	(60)	(61)	(62)	(63)
Reddito Operativo (EBIT)	-	-	88	97	107	118	129	141	154	168	182	197	213	229	247
Proventi finanziari	0	1	2	3	3	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5
Oneri finanziari (Senior e IVA)	-	-	(105)	(97)	(96)	(95)	(93)	(91)	(88)	(84)	(81)	(76)	(72)	(67)	(61)
Risultato prima delle imposte (EBT)	0	1	(16)	3	14	27	40	55	71	88	106	126	146	168	191
Imposte e tasse:	(0)	(0)	(6)	(6)	(7)	(14)	(19)	(23)	(28)	(34)	(39)	(45)	(51)	(58)	(65)
IRRES	(0)	(0)	-	-	(0)	(7)	(11)	(15)	(20)	(24)	(29)	(35)	(40)	(46)	(53)
IRAP	-	-	(6)	(6)	(7)	(7)	(8)	(8)	(9)	(9)	(10)	(11)	(11)	(12)	(13)
Utile/Perdita dell'esercizio	0	1	(22)	(3)	7	12	22	32	43	55	67	81	95	110	126

Tavola 4 – Prospetto di conto economico 2025-2039

Conto economico (importi in €/000)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
Ricavi da vendita benzina	1.360	1.386	1.412	1.440	1.468	1.496	1.526	1.557	1.588	1.620	1.654	1.688	1.724	1.760	1.798
Ricavi da vendita gasolio/Diesel	1.225	1.251	1.277	1.304	1.331	1.360	1.389	1.419	1.451	1.483	1.516	1.550	1.585	1.621	1.658
Ricavi da vendita metano	1.637	1.744	1.859	1.981	2.111	2.250	2.397	2.555	2.723	2.902	3.092	3.295	3.512	3.742	3.988
Ricavi attività commerciali	30	30	30	31	31	32	32	32	33	33	33	34	34	34	35
Costi capitalizzati	15	16	21	22	22	22	23	23	24	24	25	25	26	26	27
Ricavi Operativi	4.268	4.427	4.600	4.776	4.963	5.160	5.367	5.586	5.818	6.062	6.320	6.592	6.880	7.184	7.505
Costi acquisto benzina	(1.256)	(1.278)	(1.301)	(1.325)	(1.350)	(1.375)	(1.401)	(1.428)	(1.455)	(1.484)	(1.513)	(1.543)	(1.574)	(1.606)	(1.639)
Costi acquisto gasolio/diesel	(1.122)	(1.144)	(1.167)	(1.190)	(1.215)	(1.240)	(1.265)	(1.292)	(1.319)	(1.347)	(1.376)	(1.406)	(1.437)	(1.469)	(1.501)
Costi Acquisto metano	(1.365)	(1.455)	(1.550)	(1.652)	(1.761)	(1.876)	(2.000)	(2.131)	(2.271)	(2.420)	(2.579)	(2.748)	(2.929)	(3.121)	(3.326)
Costi generali e amministrativi	(180)	(184)	(187)	(191)	(194)	(198)	(202)	(205)	(209)	(213)	(217)	(222)	(226)	(230)	(234)
Costi capitalizzati	(15)	(16)	(21)	(22)	(22)	(22)	(23)	(23)	(24)	(24)	(25)	(25)	(26)	(26)	(27)
Costi operativi	(3.938)	(4.076)	(4.227)	(4.380)	(4.541)	(4.711)	(4.890)	(5.079)	(5.278)	(5.489)	(5.710)	(5.944)	(6.191)	(6.452)	(6.727)
Margine Operativo Lordo (EBITDA)	330	351	373	397	422	449	477	507	539	573	609	648	688	732	778
Ammortamento Finanziario	(64)	(65)	(67)	(68)	(70)	(73)	(75)	(78)	(81)	(85)	(90)	(97)	(105)	(118)	(145)
Reddito Operativo (EBIT)	266	286	306	328	352	376	402	429	458	488	519	551	583	614	633
Proventi finanziari	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	6	7	8	9	10
Oneri finanziari (Senior e IVA)	(55)	(49)	(42)	(34)	(26)	(17)	(8)	-	-	-	-	-	-	-	-
Risultato prima delle imposte (EBT)	216	242	270	299	331	364	400	434	463	493	525	558	592	623	644
Imposte e tasse:	(73)	(81)	(89)	(98)	(108)	(118)	(129)	(140)	(149)	(158)	(168)	(179)	(189)	(199)	(206)
IRES	(59)	(67)	(74)	(82)	(91)	(100)	(110)	(119)	(127)	(136)	(144)	(154)	(163)	(171)	(177)
IRAP	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)	(20)	(21)	(23)	(24)	(25)	(27)	(28)	(29)
Utile/Perdita dell'esercizio	143	161	181	201	223	246	271	294	314	335	357	379	402	424	438

Tavola 4 – Prospetto di Stato Patrimoniale 2010-2024

Attivo (importi in €/000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
B) IMMOBILIZZAZIONI	235	1.609	1.556	1.502	1.448	1.394	1.340	1.289	1.238	1.187	1.135	1.083	1.036	989	942
II. IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	235	1.609	1.556	1.502	1.448	1.394	1.340	1.289	1.238	1.187	1.135	1.083	1.036	989	942
Investimenti in beni reversibili	235	1.609	1.613	1.617	1.621	1.626	1.630	1.638	1.645	1.653	1.661	1.669	1.684	1.699	1.714
Fondo ammortamento finanziario	-	-	(58)	(115)	(173)	(231)	(290)	(348)	(407)	(467)	(526)	(586)	(647)	(709)	(772)
C) ATTIVO CIRCOLANTE	124	461	258	301	351	403	445	476	500	522	534	543	543	543	543
II. CREDITI	41	295	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
verso clienti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
verso erario per imposte	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
verso erario per IVA	41	295	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. DISPONIBILITA' LIQUIDE	83	166	258	301	351	403	445	476	500	522	534	543	543	543	543
Depositi bancari	50	100	191	234	285	337	379	410	433	455	468	477	477	477	477
DSRA	33	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66	66
Totale Attivo	359	2.070	1.813	1.803	1.799	1.798	1.786	1.765	1.738	1.709	1.669	1.626	1.580	1.533	1.485
Passivo (importi in €/000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
A) PATRIMONIO NETTO	64	356	334	331	338	350	372	389	402	415	431	448	466	489	517
I. Capitale sociale	64	355	355	355	355	355	355	355	355	355	355	355	355	355	355
IV. Riserva legale	-	0	0	0	0	0	1	2	4	6	9	12	16	21	26
VII. Utili/perdite a nuovo	-	0	1	(21)	(24)	(17)	(6)	15	30	41	52	64	77	90	108
Dividendi	-	-	-	-	-	-	-	(15)	(30)	(41)	(52)	(64)	(77)	(87)	(98)
VIII. Utile/(perdita) esercizio	0	1	(22)	(3)	7	12	22	32	43	55	67	81	95	110	126
D) DEBITI	296	1.714	1.479	1.472	1.461	1.448	1.414	1.377	1.336	1.293	1.238	1.179	1.114	1.044	968
verso banche	296	1.714	1.386	1.379	1.365	1.340	1.305	1.263	1.217	1.169	1.108	1.043	972	895	812
verso fornitori	-	-	88	92	96	100	104	109	114	119	124	130	136	142	149
debiti tributari	0	0	6	0	1	7	4	5	5	5	6	6	6	7	7
Totale Passivo	359	2.070	1.813	1.803	1.799	1.798	1.786	1.765	1.738	1.709	1.669	1.626	1.580	1.533	1.485

segue Tavola 4 – Prospetto di Stato Patrimoniale 2025-2039

<i>Attivo (importi in €/000)</i>	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
B) IMMOBILIZZAZIONI	893	844	798	752	703	653	601	546	488	427	361	290	210	118	-
II. IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI	893	844	798	752	703	653	601	546	488	427	361	290	210	118	-
Investimenti in beni reversibili	1.729	1.744	1.766	1.787	1.809	1.832	1.854	1.878	1.901	1.925	1.950	1.975	2.001	2.027	2.053
Fondo ammortamento finanziario	(836)	(901)	(967)	(1.036)	(1.106)	(1.178)	(1.254)	(1.332)	(1.413)	(1.498)	(1.589)	(1.685)	(1.790)	(1.908)	(2.053)
C) ATTIVO CIRCOLANTE	543	543	543	543	543	543	477	477	488	581	682	789	905	1.032	1.032
II. CREDITI	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
verso clienti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
verso erario per imposte	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
verso erario per IVA	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
IV. DISPONIBILITA' LIQUIDE	543	543	543	543	543	543	477	477	488	581	682	789	905	1.032	1.032
Depositi bancari	477	477	477	477	477	477	477	477	488	581	682	789	905	1.032	1.032
DSRA	66	66	66	66	66	66	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Totale Attivo	1.437	1.387	1.342	1.295	1.247	1.196	1.078	1.023	976	1.009	1.043	1.079	1.115	1.150	1.032
<i>Passivo (importi in €/000)</i>	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
A) PATRIMONIO NETTO	551	592	644	703	770	844	860	796	740	761	783	805	828	850	1.032
I. Capitale sociale	355	355	355	355	355	355	355	355	355	355	355	355	355	355	355
IV. Riserva legale	32	40	48	57	67	71	71	71	71	71	71	71	71	71	71
VII. Utile/perdite a nuovo	130	157	189	233	281	344	418	435	370	314	335	357	379	402	424
Dividendi	(109)	(121)	(128)	(142)	(156)	(172)	(254)	(359)	(370)	(314)	(335)	(357)	(379)	(402)	(256)
VIII. Utile/(perdita) esercizio	143	161	181	201	223	246	271	294	314	335	357	379	402	424	438
D) DEBITI	885	795	698	592	477	352	217	227	236	248	260	273	287	300	-
verso banche	721	624	518	404	280	145	0	-	-	-	-	-	-	-	-
verso fornitori	156	163	171	179	188	197	206	217	227	238	250	263	276	290	-
debiti tributari	8	8	8	9	10	10	11	11	9	10	10	10	11	10	-
Totale Passivo	1.437	1.387	1.342	1.295	1.247	1.196	1.078	1.023	976	1.009	1.043	1.079	1.115	1.150	1.032

DISCOUNTED CASH FLOW ANALYSIS (DCF ANALYSIS)

Prospetto dei flussi di cassa

Al fine dello sviluppo del piano finanziario e della stima della sua sostenibilità, bancabilità e redditività, si è utilizzata quale metodologia di analisi quella dei flussi di cassa scontati, o *DCF analysis*, attraverso l'evidenziazione e l'individuazione di alcuni flussi intermedi, come di seguito specificati:

- il **Cash Flow Operativo** rappresenta il flusso di cassa generato dalla gestione caratteristica, calcolato sommando al reddito operativo desunto dal Conto Economico il valore dei costi non monetari (quali gli ammortamenti);
- il **Cash Flow di Progetto** rappresenta il flusso di cassa annuo associato al progetto a prescindere dalla struttura di finanziamento (*Unlevered Cash Flow*), ovvero il saldo da finanziare o il surplus disponibile per il servizio del debito;
- il **Cash Flow per il servizio del debito** rappresenta il flusso di cassa da destinare al ripagamento delle fonti di finanziamento, in termini di quota capitale e quota interessi.
- il **Cash Flow ante dividendi** rappresenta il flusso di cassa comprensivo della struttura finanziaria del progetto (*Levered Cash Flow*) e viene calcolato sottraendo o sommando (a seconda del segno), al *Cash Flow* per il servizio del debito i flussi derivanti dalle operazioni finanziarie seguenti:
 - pagamento (segno meno) dei costi di strutturazione finanziaria sostenuti nella fase di costruzione e capitalizzati (oneri finanziari, fees e costi di montaggio dell'operazione finanziaria);
 - rimborso (segno meno) dei prestiti contratti con istituti di credito (di breve e lungo periodo);
 - pagamento (segno meno) dei costi connessi al finanziamento contratto, ovvero quota relativa agli interessi passivi;
 - proventi finanziari (segno positivo) ottenuti dal reimpiego delle liquidità.

Il flusso di cassa così ottenuto, se positivo, rappresenta il flusso disponibile per gli azionisti nei limiti degli utili realizzati nei periodi precedenti e non ancora distribuiti;

- il ***Net Cash Flow*** (o cassa generata nel periodo) rappresenta il flusso di cassa netto annuo dell'iniziativa dopo aver soddisfatto anche gli interessi degli stakeholder; tale flusso andrà ad incrementare la tesoreria disponibile.

Tavola 5 - Prospetto dei Flussi del concessionario 2010-2024

Flussi di cassa (importi in €/000)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Reddito Operativo	-	-	88	97	107	118	129	141	154	168	182	197	213	229	247
<i>Ammortamento Finanziario</i>	-	-	58	58	58	58	58	59	59	59	60	60	61	62	63
Cash Flow Operativo	-	-	145	155	165	176	188	200	213	227	242	257	274	291	310
<i>Investimenti in beni reversibili</i>	(147)	(1.220)	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)	(8)	(8)	(8)	(8)	(8)	(14)	(15)	(15)
<i>Costi in fase costruzione capitalizzati</i>	(59)	(66)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Variazione CCN</i>	-	-	88	4	4	4	4	5	5	5	5	6	6	6	7
<i>Variazione IVA</i>	(41)	(253)	295	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Imposte versate</i>	-	(0)	(0)	(11)	(7)	(8)	(22)	(23)	(28)	(33)	(39)	(45)	(51)	(58)	(65)
Cash Flow di progetto	(247)	(1.540)	523	143	158	168	166	174	182	191	200	210	214	225	237
<i>Equity</i>	64	291	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Senior Debt</i>	255	1.165	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Finanziamento IVA</i>	41	253	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cash Flow per il servizio del debito	112	170	523	143	158	168	166	174	182	191	200	210	214	225	237
<i>Costi finanziari capitalizzati</i>	(29)	(88)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Oneri Finanziari Senior debt</i>	-	-	(99)	(97)	(96)	(95)	(93)	(91)	(88)	(84)	(81)	(76)	(72)	(67)	(61)
<i>Rimborso quota capitale Senior debt</i>	-	-	(34)	(6)	(15)	(25)	(35)	(42)	(45)	(49)	(61)	(66)	(71)	(77)	(83)
<i>Oneri finanziari Debito IVA</i>	-	-	(7)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Rimborso quota capitale Debito IVA</i>	-	-	(295)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Proventi finanziari</i>	0	1	2	3	3	4	4	5	5	5	5	5	5	5	5
Cash flow ante dividendi	83	83	91	43	51	52	42	46	54	63	64	73	77	87	98
<i>Δ Debt Service Reserve Account</i>	(33)	(33)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Dividendi distribuiti</i>	-	-	-	-	-	-	-	(15)	(30)	(41)	(52)	(64)	(77)	(87)	(98)
Net Cash Flow	50	50	91	43	51	52	42	31	24	22	12	9	-	-	-

Tavola 6 - Prospetto dei Flussi del concessionario 2025-2039

Flussi di cassa (importi in €/000)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039
Reddito Operativo	266	286	306	328	352	376	402	429	458	488	519	551	583	614	633
<i>Ammortamento Finanziario</i>	64	65	67	68	70	73	75	78	81	85	90	97	105	118	145
Cash Flow Operativo	330	351	373	397	422	449	477	507	539	573	609	648	688	732	778
<i>Investimenti in beni reversibili</i>	(15)	(16)	(21)	(22)	(22)	(22)	(23)	(23)	(24)	(24)	(25)	(25)	(26)	(26)	(27)
<i>Costi in fase costruzione capitalizzati</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Variazione CCN</i>	7	7	8	8	9	9	10	10	11	11	12	13	13	14	(290)
<i>Variazione IVA</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Imposte versate</i>	(72)	(80)	(89)	(98)	(107)	(118)	(128)	(140)	(150)	(158)	(168)	(179)	(189)	(200)	(216)
Cash Flow di progetto	249	262	271	285	301	318	335	354	376	403	429	457	487	520	246
<i>Equity</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Senior Debt</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Finanziamento IVA</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Cash Flow per il servizio del debito	249	262	271	285	301	318	335	354	376	403	429	457	487	520	246
<i>Costi finanziari capitalizzati</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Oneri Finanziari Senior debt</i>	(55)	(49)	(42)	(34)	(26)	(17)	(8)	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Rimborso quota capitale Senior debt</i>	(90)	(98)	(106)	(114)	(124)	(134)	(145)	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Oneri finanziari Debito IVA</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Rimborso quota capitale Debito IVA</i>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Proventi finanziari</i>	5	5	5	5	5	5	5	5	5	5	6	7	8	9	10
Cash flow ante dividendi	109	121	128	142	156	172	188	359	381	408	435	464	495	529	256
<i>Δ Debt Service Reserve Account</i>							66								
<i>Dividendi distribuiti</i>	(109)	(121)	(128)	(142)	(156)	(172)	(254)	(359)	(370)	(314)	(335)	(357)	(379)	(402)	(256)
Net Cash Flow	-	-	-	-	-	-	-	-	11	94	100	107	116	127	(0)

Le tavole evidenziano come nel complesso i flussi di cassa in entrata riescano a compensare i flussi in uscita durante tutto l'arco di durata della concessione, consentendo una distribuzione di dividendi a partire dal settimo anno di entrata in funzione della stazione di servizio.

Il Flusso di Cassa del Progetto risulta, come ovvio, negativo nei primi 2 anni di concessione a causa degli investimenti concentrati in quel periodo, e la sua copertura è assicurata da apporto di capitale sociale e accensioni di finanziamenti a breve e lungo termine. Il finanziamento a lungo termine è tirato in linea con la quota di investimenti e oneri di sviluppo, mentre il capitale sociale assicura la cassa necessaria alla copertura delle uscite del periodo, ovvero relative a variazioni del CCN, pagamento e rimborso dei finanziamenti e delle imposte dovute.

A partire dall'anno 2012, anno di entrata in funzione dell'opera, il cash flow di progetto diventa positivo e dal 2017, data una disponibilità di tesoreria ritenuta adeguata a sostenere la dinamica delle uscite operative, si ipotizza l'avvio della distribuzione di utili al concessionario, nella misura massima del flusso di cassa per gli azionisti disponibile in ogni periodo, qualora sia inferiore rispetto al valore degli utili portati a nuovo nello stesso periodo. Se così non fosse, la distribuzione massima è dettata dal valore degli utili portati a nuovo, caso che si verifica nell'anno 2033 del prospetto in precedenza riportato.

A partire dal primo anno, infine, si costituisce una riserva di cassa (DSRA) atta a garantire il rimborso del servizio del debito, in modo, che con riferimento al mutuo acceso, essa copra uscite pari ad una semestralità di rimborso (quota capitale e interessi). Tale riserva di cassa sarà liberata alla data di estinzione di ciascun finanziamento.

INDICATORI SINTETICI DI ECONOMICITA', SOSTENIBILITA' E REDDITIVITA'

Al riguardo risulta necessario riassumere i principi di base della valutazione economico-finanziaria di un progetto da realizzarsi secondo le tecniche del project financing.

Volendo riassumere quanto indicato dalla dottrina al riguardo, possiamo affermare che, in primis, la valutazione economico-finanziaria di un progetto di investimento è finalizzata a verificare la sussistenza di due condizioni base per la realizzabilità stessa di un progetto di intervento, ovvero:

- la **convenienza economica** del progetto, ossia la capacità del progetto di creare valore e di generare un livello di redditività adeguato al capitale investito;
- la **fattibilità finanziaria**, ossia la capacità del progetto di generare flussi monetari sufficienti a rimborsare il debito acceso (concetto di sostenibilità finanziaria) e a garantire un'adeguata remunerazione del capitale proprio (concetto di redditività per gli azionisti/sponsor).

A tal fine, le tecniche del *capital budgeting* richiedono la redazione dei conti economici e degli stati patrimoniali previsionali riclassificati per tutta la durata della concessione ed attraverso tali elaborati la costruzione di un piano finanziario che descriva i flussi di cassa del progetto.

Il metodo classico generalmente utilizzato nelle valutazioni economico-finanziarie dei progetti, e come si è visto anche nel caso in specie, è quello dell'analisi dei flussi di cassa scontati, noto come ***Discounted Cash Flow Analysis (DCF Analysis)***, che prevede l'attualizzazione dei flussi di cassa del progetto di concessione ad un determinato tasso di sconto e su un dato periodo di riferimento, pari alla durata della concessione.

I flussi di cassa, come evidenziato nel paragrafo precedente, sono rappresentati dalle entrate e dalle uscite monetarie generate per effetto della realizzazione, gestione e dismissione di un dato investimento, nell'arco temporale di riferimento. Come noto, per l'analisi dei flussi di cassa è necessario costruire un modello finanziario che rappresenta il momento di sistematizzazione di tutti i dati e le ipotesi inerenti il progetto.

Da qui la necessità di aver ricostruito tutte le assunzioni di base ai fini della costruzione dei flussi di cassa aggiornati alla luce del progetto e delle tempistiche effettuate nel presente documento.

Oggetto delle analisi ai fini della valutazione della convenienza economica del progetto di investimento è il Flusso di Cassa del Progetto (FCP), ovvero le risorse finanziarie effettivamente assorbite o liberate dal progetto, senza tener conto della struttura finanziaria utilizzata ovvero delle differenti modalità di finanziamento dell'iniziativa (per tale motivo, tali flussi vengono anche definiti Unlevered Cash Flow ed indicati con l'acronimo UCF).

Tale flusso di cassa del progetto è generalmente negativo negli anni di costruzione e nella fase pre-operativa, per assumere poi valori positivi dall'entrata in funzione a regime dell'opera.

La convenienza economica

Ai fini della valutazione della convenienza economica del progetto di investimento previsto nel PEF in oggetto, sono stati utilizzati i seguenti indicatori:

Il Valore Attuale Netto (VAN o Net Present Value – NPV) del Flusso di Cassa del Progetto

Il Valore Attuale Netto è la somma algebrica di tutti i flussi di cassa di progetto attesi dalla realizzazione dell'investimento, attualizzati al costo stimato del capitale investito (costo medio ponderato del capitale – WACC, acronimo di *Weighted Average Cost of Capital*). Tale indicatore fornisce un'indicazione, in termini di unità monetarie, del valore creato o distrutto dal progetto all'istante della valutazione, espressa come se fosse disponibile nell'istante in cui viene effettuata la valutazione stessa.

In formula:

$$NPV = \sum_{t=1}^n \frac{FCP_t}{(1 + WACC)^t} > 0$$

dove:

- FCP_t rappresenta il Flusso di Cassa del Progetto, al tempo t ,
- $WACC$ è il costo medio ponderato del capitale,
- n è l'orizzonte di valutazione, ovvero la durata della concessione.

Un VAN positivo testimonia la capacità del progetto di liberare flussi monetari sufficienti a ripagare gli investimenti effettuati e la gestione corrente, lasciando eventualmente risorse disponibili per ulteriori destinazioni. Una particolare attenzione deve essere rivolta al tasso di attualizzazione. La prassi di norma usa il **costo medio ponderato del capitale**, il WACC come di seguito calcolato:

$$WACC = K_d(1-t) * \frac{D}{(D+E)} + K_e * \frac{E}{(D+E)}$$

dove:

- K_e rappresenta il rendimento richiesto dagli azionisti,
- K_d rappresenta il costo del capitale di debito,
- t l'aliquota fiscale,
- E il valore di mercato del capitale di rischio (equity),
- D il valore di mercato del capitale di debito.

In linea generale, il costo medio ponderato del capitale esprime il rendimento richiesto dagli azionisti e dai finanziatori in presenza di capitale di debito e tiene conto dei benefici fiscali conseguenti all'indebitamento, in quanto la deducibilità fiscale degli interessi passivi aumenta il flusso complessivo spettante ai prestatori di capitale. In presenza di indebitamento il valore del progetto aumenta in funzione del valore attuale dei risparmi di imposta dovuti alla possibilità di dedurre dal reddito imponibile gli interessi passivi.

Più complessa è invece la definizione del **costo del capitale proprio** (K_e) che dovrebbe esprimere il rendimento medio atteso dagli azionisti per un progetto di investimento di pari rischiosità e con le stesse caratteristiche di quello intrapreso. Nella dottrina esistono due differenti metodologie, entrambe di matrice anglosassone, la prima derivante dal modello di Gordon di valutazione dei titoli azionari (che utilizza multipli di borsa quali il *dividend yield*), l'altra, quella utilizzata nel caso oggetto di analisi, si basa invece sulla teoria di equilibrio del mercato dei capitali, nota come *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), per la quale il rendimento atteso del capitale di rischio è circa pari al tasso di rendimento di un'attività priva di rischio, sommato al beta caratteristico del titolo i -esimo moltiplicato per il premio per il rischio di mercato, ovvero la differenza tra il tasso di rendimento di un indice rappresentativo dei titoli che compongono il mercato ed il tasso di rendimento dell'attività priva di rischio, applicando la formula che segue:

$$K_e = r_f + \beta_i * (r_m - r_f)$$

Il Tasso Interno di Rendimento (TIR o Internal Rate of Return – IRR, dopo le imposte, ovvero post-tax) del Flusso di Cassa del Progetto

Tale indicatore, calcolato attraverso la medesima formula finanziaria utilizzata per il calcolo del Valore Attuale Netto, rappresenta il tasso di sconto che rende nulla la somma dei flussi di cassa scontati, quindi che rende il VAN pari a zero. Esprime sostanzialmente il livello di rendimento di una serie di flussi futuri (nel nostro caso, dei flussi di cassa del progetto) e può essere ottenuto attraverso la formula che segue; infatti, risolvendo l'equazione riportata nella formula per il TIR con metodi matematici iterativi, si ottiene il valore del tasso interno di rendimento espresso in termini percentuali:

$$0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCP_t}{(1 + TIR)^t} \quad \text{con} \quad TIR > i^*$$

dove:

- i^* rappresenta il tasso soglia per il confronto,
- n l'orizzonte di valutazione, rappresentato dalla durata della concessione

Il TIR può essere interpretato come una misura della redditività lorda, espressione del rendimento ricavabile dalla realizzazione dell'investimento calcolato senza tenere in considerazione il costo delle risorse impiegate.

Il TIR deve essere di norma confrontato con un tasso, detto appunto tasso soglia, al fine di decidere se intraprendere o meno l'investimento; di norma, il TIR viene confrontato con il costo medio ponderato del capitale, ovvero il WACC. Se il tasso interno di rendimento del progetto eguaglia il costo medio ponderato del capitale a cui i flussi di cassa del progetto sono scontati, il valore creato dal progetto è nullo, in quanto il rendimento del capitale investito nel progetto è esattamente pari al tasso di sconto utilizzato per determinare il valore attuale della sommatoria delle risorse assorbite/liberate dal progetto di investimento.

La sostenibilità del progetto

La valutazione della fattibilità finanziaria: indici di copertura del debito (Cover ratio)

Come evidenziato da autorevole dottrina, “la valutazione di un progetto di investimento non può prescindere dalla sua finanziabilità”, il che richiede l'introduzione di indicatori che permettano di considerare fino a che punto il

progetto sia fattibile da un punto di vista strettamente finanziario. Ai fini della valutazione della fattibilità finanziaria del progetto di investimento, ed in particolare della capacità della società di progetto ad adempiere le obbligazioni contrattuali nei confronti dei fornitori di capitale di debito oltre che di soddisfare le aspettative degli azionisti, si fa riferimento a determinati indicatori individuati dalla dottrina aziendalistica, alcuni dei quali relativi alla verifica della **sostenibilità finanziaria del progetto** (noti anche come coefficienti di copertura del servizio del debito) e altri relativi alla verifica della **redditività degli azionisti**.

Oggetto della valutazione ai fini della verifica della **sostenibilità finanziaria** è il **flusso di cassa disponibile per il servizio del debito**, che rispetto al flusso monetario precedentemente determinato, considera la struttura finanziaria “disegnata” per l’iniziativa, ovvero considera la componente di *equity* (ovvero capitale apportato dai soci della società di progetto) e di debito in qualsiasi forma sottoscritto.

Si individuano così i flussi in entrata atti a coprire gli investimenti inizialmente previsti e si determina la quantità di moneta che residua per il servizio del debito. Il flusso monetario ottenuto, proiettato per tutti i periodi di durata della concessione, mostra in altri termini i mezzi monetari disponibili, in ogni periodo, a soddisfare il servizio del debito, ovvero sia a rimborsare e remunerare i soggetti finanziatori (generalmente istituti di credito) per il capitale prestato all’iniziativa (rimborso quota capitale e corresponsione interessi). Il flusso monetario in entrata, derivante dai ricavi operativi presunti dovrà essere in grado, nell’ammontare e nella distribuzione temporale, di coprire i flussi monetari in uscita, generati dalla gestione operativa, dall’investimento e dal rimborso dei finanziamenti accesi.

Ai fini della valutazione della sostenibilità finanziaria quale indicatore principale viene assunto nella prassi l’indice di copertura del servizio del debito ovvero il **Debt Service Cover Ratio** (DSCR), calcolato come rapporto annuale tra il flusso di cassa del progetto ed il servizio del debito (comprensivo di quota capitale e della quota interessi), acceso per il finanziamento del progetto con riferimento ad ogni periodo di analisi; tale indicatore consente, infatti, di valutare la capacità del progetto di rimborsare il debito anno per anno.

Il **Debt Service Cover Ratio** è dunque pari al rapporto, calcolato per ogni dato periodo dell’orizzonte temporale previsto dal momento iniziale di rimborso del

finanziamento e per tutta la sua durata, tra il flusso di cassa generato dal progetto e il servizio del debito comprensivo di quota capitale e quota interessi.

L'indice è finalizzato a verificare che, in uno qualsiasi degli esercizi della fase operativa, le risorse finanziarie generate dal progetto, rappresentate al numeratore, siano in grado di coprire il servizio del debito nei confronti dei finanziatori. In formula:

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

$$t = 1, 2, 3, \dots, n$$

dove:

- $DSCR_t$ rappresenta l'indice di copertura del servizio del debito al tempo t ,
- FCP_t è flusso di cassa del progetto al tempo t ,
- I_t rappresenta la quota interessi da rimborsare al tempo t ,
- C_t rappresenta la quota capitale da rimborsare al tempo t .

Unitamente agli indici calcolati su base annua, si procede al calcolo della media degli stessi: l'indice medio di copertura del servizio del debito, ovvero ***Average Debt Service Cover Ratio*** (ADSCR) rappresenta la media aritmetica degli indicatori DSCR di ogni periodo, calcolato dalla data di inizio alla fine del rimborso del debito, ovvero per la durata del periodo di ammortamento del prestito acceso (esclusi eventuali grace period).

$$AverageDSCR = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{FCP_t}{(I_t + C_t)}}{n_D}$$

dove:

- n_D rappresenta il periodo di rimborso del debito (dunque inferiore alla durata complessiva della concessione).

Assumendo dunque al numeratore i flussi generati dal progetto e al denominatore il rimborso della quota capitale con la remunerazione da assicurare ai finanziatori, tale indice sarà accettabile solo laddove il rapporto dia un risultato maggiore di 1,4, ovvero i flussi generati nel singolo periodo risultino superiori al servizio del debito (quota capitale e interessi).

Ulteriori indicatori analizzati nel presente lavoro sono:

- **Project Life Cover Ratio (PLCR):** rapporto tra valore attuale netto del flusso di cassa di progetto nell'arco della concessione e il valore del debito.

- **Loan Life Cover Ratio (LLCR):** rapporto tra valore attuale netto del flusso di cassa di progetto generato o limitato al periodo del finanziamento e il valore del debito.

Unitamente al valore assunto dagli indicatori in precedenza esposti, è necessario considerare il **margin di sicurezza**, rappresentativo del numero di anni decorrenti dalla data di scadenza dei mutui accesi per il finanziamento dell'iniziativa e la data di scadenza della concessione (in genere pari a 6-7 anni).

b) La valutazione della fattibilità finanziaria: redditività degli azionisti

Oggetto della valutazione ai fini, invece, della verifica della **redditività degli azionisti** è il **flusso di cassa che residua per gli azionisti** (ovvero il cash flow ante dividendi, o altrimenti definito *levered cash flow*), che corrisponde alla quantità monetaria di spettanza esclusiva degli azionisti della società di progetto, ovvero sia la moneta che residua dopo aver soddisfatto tutti gli attori coinvolti nell'iniziativa. Il flusso disponibile per il servizio del debito viene, dunque, ulteriormente nettato delle uscite monetarie dovute al pagamento degli oneri finanziari ed al rimborso della quota capitale ed incrementato di eventuali proventi finanziari maturati sulla gestione della tesoreria. Ai fini della valutazione della redditività degli azionisti, si procede di prassi al calcolo dei seguenti indicatori:

Valore Attuale Netto dell'Equity:

Il VAN dell'equity o valore attuale dei flussi di cassa degli azionisti della SPV è calcolato come la somma algebrica dei flussi di cassa degli azionisti, attualizzati ad un tasso di sconto (maggiore rispetto al WACC nel VAN di progetto) in quanto rappresentativo del costo opportunità del capitale di rischio (k_e). Un VAN dell'equity positivo indica che il progetto è in grado di generare ritorni per gli azionisti superiori rispetto alla remunerazione minima attesa dal capitale di *equity*, rappresentato appunto dal tasso k_e a cui i flussi sono scontati:

$$VAN_{Equity} = \sum_{t=1}^n \frac{FCA_t}{(1+i)^t}$$

dove:

- FCA_t rappresenta il flusso di cassa degli azionisti,
- i rappresenta nella formula il tasso di sconto, ovvero k_e (ovvero il costo del capitale di rischio)

2) il Tasso Interno di Rendimento dell'Equity:

Quanto al Tasso Interno di Rendimento del capitale azionario o TIR dell'Equity (TIR_{equity}), sempre considerando la distribuzione temporale dei flussi di cassa spettanti agli azionisti, è il tasso che ne annulla il valore attuale netto:

$$0 = \sum_{t=1}^n \frac{FCA_t}{(1 + TIR_{equity})^t}$$

dove:

- FCA_t rappresenta il flusso di cassa degli azionisti,
- i rappresenta nella formula il tasso di sconto, ovvero k_e (ovvero il costo del capitale di rischio)

Il tasso interno di rendimento dell'Equity dovrà essere maggiore della tasso di redditività minimo atteso dagli azionisti, rappresentato da k_e (che identifica il *cut-off rate* dell'iniziativa, ovvero il tasso di rendimento minimo richiesto dall'investitore).

I risultati del Piano Economico-finanziario

Di seguito si riportano gli indicatori di sintesi del progetto, come risultanti dalle ipotesi:

- **VAN del progetto:** il valore attuale netto (VAN) calcolato sul Cash Flow di progetto, evidenzia valori positivi – pari a ca. 1,59 milioni di euro - a testimonianza che il progetto consente un incremento del valore dell'investimento iniziale, indipendentemente dalla struttura finanziaria adottata (dal momento che, come sopra specificato, il Cash Flow di progetto esclude i flussi finanziari connessi alla raccolta e al rimborso del debito). Il VAN del progetto è calcolato ad un tasso di sconto del 5,76%, ritenuto rappresentativo del costo medio ponderato del capitale investito (WACC), in considerazione del livello di rischio associato al progetto.
- **TIR del progetto:** il tasso interno di rendimento (o *IRR, Internal Rate of Return*) del progetto è pari al **13,00%**; tale risultato, rappresentativo della capacità del progetto di generare valore, appare in linea con i valori generalmente richiesti dal mercato per lo sviluppo di iniziative simili. Il progetto, in altri termini, soddisfa una condizione necessaria (sia pur non sufficiente), ovvero genera o crea un valore solitamente ritenuto sufficiente o adeguato in operazioni simili a sostenerne la fattibilità finanziaria.

- **A.D.S.C.R.:** l'indice di copertura del servizio del debito medio è pari a **1,62**, mentre quello minimo è pari a **1,29**. Tali valori sono indubbiamente da considerarsi idonei a garantire la bancabilità del progetto.
- **PLRC e LLCR:** anche gli ulteriori indicatori di copertura del debito, assumono valori superiori ad 1, pertanto positivi.
- **Margine di sicurezza:** il margine minimo, calcolato dalla data di estinzione del finanziamento acceso, per la copertura dei costi di costruzione, a fine concessione, porta un valore di **8 anni**, anch'esso dunque in linea con i valori richiesti dagli Istituti finanziatori.
- **VAN dell'Equity:** il valore attuale netto per l'azionista, vale a dire il valore attualizzato dei flussi di cassa degli azionisti calcolati per ogni esercizio come somma algebrica tra i flussi di cassa generati nel periodo e i versamenti di capitale proprio, evidenzia un valore positivo di ca. 494 mila euro - a testimonianza che il progetto è in grado di generare ritorni per gli azionisti maggiori delle risorse in esso impiegate. Il VAN dell'Equity è calcolato ad un tasso di sconto del 8,5% rappresentativo del costo opportunità del capitale di rischio (ke) in investimenti alternativi.
- **TIR dell'equity:** il tasso interno di rendimento per l'azionista (che considerando un VAN positivo per l'azionista assumerà un valore maggiore rispetto al tasso di sconto rappresentativo del costo opportunità del capitale di rischio), calcolato sulla base delle ipotesi assunte per il conferimento del capitale e la distribuzione degli utili, è **pari al 14,17%**.

Tavola 7 – Principali indicatori di progetto

Area 1 - Valutazione convenienza economica	
<i>VAN del Progetto (€/000)</i>	1,592
<i>Tasso di sconto VAN del progetto (WACC)</i>	5,76%
<i>TIR del Progetto (post-tax)</i>	13,00%
<i>Loan Life Net Present Value (€/000)</i>	552
Area 2 - Valutazione fattibilità finanziaria	
(a). Copertura del servizio del debito	
<i>Debt Service Cover Ratio medio</i>	1,62
<i>Debt Service Cover Ratio minimo</i>	1,29
<i>Project Life Cover Ratio > 1</i>	✓
<i>Loan Life Cover Ratio > 1</i>	✓
<i>Debt service reserve account</i>	66
<i>Margine di sicurezza (anni)</i>	7
(b). Redditività degli azionisti	
<i>VAN dell'Equity (€/000)</i>	494
<i>Tasso di sconto VAN dell'Equity (ke)</i>	8,50%
<i>Tir dell'Equity</i>	14,17%

In considerazione dei risultati emersi dall'analisi finanziaria svolta sull'iniziativa, si può sintetizzare che il progetto, come individuato nel presente Piano economico-finanziario, genera un valore ritenuto adeguato a soddisfare tutti gli *stakeholders* coinvolti nell'iniziativa.