

Deals

Provincia Autonoma di Bolzano

**Affidamento del servizio per la valutazione
della partecipazione della Provincia
autonoma di Bolzano nella società inhouse
ABD Airport SpA e relativa attività di
consulenza – Report di valutazione**

*Strettamente
riservato e
confidenziale*

10 ottobre 2018

Codice CIG: ZAF25078BD

AVVISO***Importanti informazioni destinate a qualsivoglia soggetto che non sia stato autorizzato da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. ad accedere al presente Documento***

Qualunque soggetto che non sia espressamente indicato tra i destinatari del presente documento (“Documento”) o che non abbia concordato per iscritto con PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. le condizioni e le modalità di utilizzo dello stesso e/o delle informazioni in esso contenute (di seguito definito come il “Soggetto Non Autorizzato”) non è autorizzato ad accedere a e/o leggere e/o utilizzare in qualunque modo, in tutto e/o in parte, il Documento.

Qualsivoglia Soggetto Non Autorizzato, entrato comunque in possesso del Documento, leggendo le informazioni in esso contenute, prende sin da ora atto e riconosce espressamente quanto segue:

1. l’incarico svolto da PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. ed in base al quale è stato predisposto il Documento è stato eseguito in conformità alle istruzioni fornite dal destinatario dello stesso, nel suo solo interesse e perché venga dallo stesso esclusivamente utilizzato;
2. il Documento è stato predisposto sulla base delle indicazioni fornite dal suo destinatario e, pertanto, può non comprendere e/o non essere stato eseguito secondo tutte le procedure ritenute necessarie per gli scopi del Soggetto Non Autorizzato;
3. l’accesso, la lettura, il possesso e/o l’utilizzo in qualunque modo, in tutto e/o in parte, del Documento da parte del Soggetto Non Autorizzato non determina l’instaurazione di qualsivoglia rapporto di natura contrattuale con PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. né comporta il consenso di quest’ultima a che il Documento venga menzionato o citato, in tutto o in parte, in qualsiasi documento di qualsivoglia natura, pubblica o privata, o che il suo contenuto venga divulgato, attività vietate senza il preventivo consenso scritto di PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A.;
4. PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A., i suoi soci, dipendenti e consulenti non assumono alcuna responsabilità nei confronti del Soggetto Non Autorizzato con riferimento al Documento e/o alle informazioni in esso contenute e non saranno, pertanto, responsabili di qualunque perdita, danno o spesa di qualsivoglia natura, derivante dall’utilizzo del Documento e/o delle informazioni in esso contenute da parte del Soggetto Non Autorizzato, o che è, comunque, conseguenza dell’accesso al Documento.

At a glance

PwC view
Finalità e attività

Introduzione

Secondo quanto riportato nel contratto con la Provincia Autonoma di Bolzano (“PAB”) codice CIG: ZAF25078BD aggiudicato giusta procedura di gara a PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A. (“PwC CF” o “PwC”), la Provincia ha richiesto l’assistenza professionale della Divisione Deals di PwC al fine di effettuare una valutazione del capitale economico di ABD Airport S.p.A. (“ABD” o “Società”), società *in house* detenuta al 100% dalla PAB, in relazione alla decisione di cessione di tale partecipazione a seguito dell’esito del referendum consultivo del 12 giugno 2016.

Per valore economico si intende il valore che, in normali condizioni di mercato, può essere considerato congruo per il capitale di un’azienda, trascurando la natura delle parti, la loro forza contrattuale e gli specifici interessi per eventuali negoziazioni. Tale valore, pertanto, non tiene conto di eventuali aspettative soggettive, eventuali sinergie, della forza contrattuale delle parti, dei loro interessi che possono influire nella definizione del prezzo nell’ambito di una trattativa tra soggetti indipendenti.

I risultati di tale attività saranno utilizzati dagli organi della PAB quale uno degli elementi ai fini di determinare la base d’asta nell’ambito della procedura di cessione della partecipazione attraverso l’opzione strategica prescelta dalla Provincia (“Operazione”).

Natura ed oggetto dell'incarico

Il lavoro è stato svolto anche attraverso colloqui con i referenti della Provincia e della Società che ci hanno fornito spiegazioni sui dati contabili, sulle performance, storiche ed attese, della società/business.

Data di riferimento della valutazione

La data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2017 (“Data di Riferimento”).

Documentazione utilizzata

Nella predisposizione del Documento, abbiamo utilizzato una pluralità di informazioni così come richiamato nel corso del Documento (si rimanda all’Allegato 2).

Abbiamo discusso con la Ripartizione Mobilità della PAB una bozza del presente Documento. Inoltre, abbiamo ottenuto una conferma scritta da ABD che le informazioni forniteci sono complete ed esaustive e che non siete a conoscenza di ulteriori informazioni, significative per il nostro lavoro, che non ci siano state presentate e discusse.

Analisi svolta e conclusioni

Analisi svolta e conclusioni		4
1	Analisi delle performance storiche	5
2	Approccio valutativo	9
3	Conclusioni	20

Analisi delle performance storiche

Il profilo della società

ABD Airport S.p.A. è una società interamente partecipata dalla Provincia Autonoma di Bolzano e dirige e gestisce dal 1992 le infrastrutture e gli impianti dello scalo.

La società ha per oggetto lo studio, lo sviluppo, la progettazione, la realizzazione, l'adeguamento, la gestione, la manutenzione e l'uso degli impianti e delle infrastrutture per l'esercizio dell'attività aeroportuale, nonché lo svolgimento delle attività connesse o collegate, compreso l'esercizio di attività agricole, purché non a carattere prevalente ed in particolare la riqualificazione, la ristrutturazione e la gestione dell'aeroporto di Bolzano.

L'aeroporto è posizionato a 5,1 km a sud del centro di Bolzano e l'area aeroportuale, di 59,3 ha, di cui il 74% *greenfield*, è dotata di una pista di atterraggio e decollo asfaltata lunga 1.292 m e di una in erba; il terminal è dotato di 4 *check-in counter*, 2 aree per i controlli di sicurezza, 2 gate con rispettiva sala d'attesa, 1 nastro trasportatore per bagagli e 2 sale d'attesa esterne all'area di sicurezza. È presente un parcheggio con 340 posti.

A livello nazionale e internazionale i principali competitor sono Verona e Innsbruck.

Il contesto normativo

La gestione dell'aeroporto civile di Bolzano è disciplinata dall'art. 11 della legge provinciale n. 37/1974 che sancisce che: «*La gestione dell'aeroporto civile di Bolzano è affidata ad una società di capitali, individuata in conformità alle leggi vigenti. La società di gestione opera nel rispetto delle disposizioni nazionali, comunitarie e internazionali vigenti in materia. Con regolamento di esecuzione sono disciplinate le modalità, la durata e le altre condizioni della gestione. Con il medesimo regolamento sono anche disciplinati i rapporti tra la società di gestione, la Provincia autonoma di Bolzano, l'Ente nazionale per l'aviazione civile (ENAC) e le altre amministrazioni coinvolte nella gestione dell'aeroporto, con riferimento alle rispettive competenze*».

Ai sensi dell'art. 7 del D.M. n. 521/1997, in data 2 gennaio 1999, ABD ha presentato istanza per l'affidamento in concessione della gestione totale dell'Aeroporto di Bolzano, integrata con una domanda corredata dal programma di intervento, comprendente il piano degli investimenti ed il piano economico-finanziario.

ABD è in possesso di una **concessione a titolo precario per anticipata occupazione** (di seguito la "Concessione") ex art. 17 della Legge 23 maggio 1997, n. 135, in virtù della Direzione Generale per l'Aviazione Civile datato 25 marzo 1999, prot./14/SAB. 132369, ai fini della gestione dell'aeroporto.

Dal 2000 in avanti, la Concessione in capo ad ABD è stata ogni anno rinnovata dall'ENAC.

Analisi finanziaria – Conto economico

Conto Economico

I ricavi di ABD possono essere riclassificati in due macro categorie. La prima comprende i ricavi aviation, non aviation e i ricavi da contratto di servizio con la PAB, la seconda è relativa ad altri ricavi inclusivi dei contributi GSE e della vendita energia.

- 1 (i) i ricavi complessivi nel 2016 e nel 2017 sono costituiti rispettivamente per il 67% e per il 61% dal contratto di servizio con la PAB, (ii) i ricavi dal contratto PAB sono stati ridotti del 25% dal 2016 al 2017;
- 2 tra gli altri ricavi sono compresi i ricavi da contributi GSE e vendita energia e i risconti relativi ai contributi in conto capitale per gli investimenti e ai contributi EFRE dell'impianto fotovoltaico;
- 3 dal 2016 al 2017 i costi della produzione hanno subito un decremento del 7 % ca. dovuto principalmente ad una riduzione dei costi per servizi;
- 4 gli accantonamenti per rischi e oneri e altri sono principalmente relativi al fondo di rinnovo;
- 6 nel 2016 e nel 2017 è stato conseguito un risultato netto pari a 30,9k € e 18,5k € rispettivamente, rappresentando lo 0,5% e lo 0,4% dei ricavi dei due esercizi rispettivi.

Euro	FY 2016	FY 2017
1 Ricavi	5.202.096	4.372.663
<i>Ricavi Aviation</i>	794.219	937.429
<i>Ricavi non aviation</i>	145.582	235.234
<i>Ricavi da contratto di servizio PAB</i>	4.262.295	3.200.000
2 Altri ricavi	1.132.431	907.175
<i>Ricavi da contributi GSE e vendita energia</i>	328.266	346.728
<i>Risconto contributi c/Impianti</i>	502.017	502.017
<i>Altri ricavi</i>	302.148	58.430
Ricavi	6.334.527	5.279.837
<i>Variazione %</i>	27,6%	(16,6%)
(Costo delle materie prime)	(399.560)	(466.138)
(Costi per servizi)	(1.740.399)	(1.421.471)
(Costi per il Personale)	(1.372.559)	(1.412.880)
(Oneri diversi di Gestione)	(130.171)	(102.278)
3 Costi della Produzione	(3.642.689)	(3.402.767)
EBITDA	2.691.838	1.877.070
<i>EBITDA %</i>	42,5%	35,6%
(Ammortamenti)	(1.500.024)	(1.479.855)
(Svalutazioni)	(440.789)	-
(Accantonamenti)	(648.295)	(364.289)
4 EBIT	102.730	32.926
<i>RoS</i>	1,6%	0,6%
Proventi e oneri finanziari	(6.177)	(907)
Proventi finanziari	2.340	1.905
(Oneri finanziari)	(8.517)	(2.812)
Risultato anteimposte	96.553	32.019
(Imposte)	(65.665)	(13.464)
5 Risultato netto	30.888	18.555
<i>% su ricavi</i>	0,5%	0,4%

Fonte: bilanci civilistici

Analisi finanziaria – Stato patrimoniale

Stato Patrimoniale

- 1 nel 2017 si registra una variazione leggera dei crediti e debiti commerciali con effetti opposti sul capitale circolante netto;
- 2 in altre passività correnti sono ricompresi i risconti passivi dei contributi in conto capitale e dei contributi EFRE;
- 3 le immobilizzazioni materiali includono principalmente i beni mobili e immobili gratuitamente devolvibili allo stato (ENAV e ENAC), nonché l'impianto fotovoltaico;
- 4 la cassa si movimenta tra il 2016 e 2017 principalmente per effetto (i) di un valore dei investimenti ridotta nel 2017 rispetto al 2016, (ii) di un aumento di capitale;
- 5 la PAB ha sottoscritto e versato 350k € nei primi mesi del 2017 in aumento del capitale sociale.

Euro	FY 2016	FY 2017
CCN commerciale	257.423	209.689
Magazzino	47.326	53.447
Crediti commerciali	1.091.785	901.160
1 (Debiti commerciali)	(881.688)	(744.918)
Altre attività correnti	23.683	12.592
2 (Altre passività correnti)	(2.387.314)	(1.884.517)
Capitale circolante netto	(2.106.208)	(1.662.236)
3 Immobilizzazioni	36.250.804	34.939.322
Immob. Immateriali	16.231	32.989
Immob. Materiali	36.233.323	34.905.083
Immob. Finanziarie	1.250	1.250
Capitale investito lordo	34.144.596	33.277.086
(Fondo TFR)	(272.928)	(298.870)
(Altri fondi rischi)	(716.416)	(634.033)
CAPITALE INVESTITO NETTO	33.155.252	32.344.183
Debiti finanziari		
(Disponibilità liquide)	(3.631.993)	(4.811.614)
Crediti Finanziari		
4 Debiti finanziari netti	(3.631.993)	(4.811.614)
5 Patrimonio netto	36.787.245	37.155.797
Capitale sociale	37.690.000	38.040.000
Riserve	9.018	9.014
Utili (Perdite) a nuovo	(942.661)	(911.773)
Utili (Perdite) d'esercizio	30.888	18.556
FONTI DI FINANZIAMENTO	33.155.252	32.344.183

Fonte: bilanci civilistici

Analisi finanziaria – ulteriori analisi

- 1 la variazione dei crediti commerciali risente dell'aumento dei crediti verso clienti e verso controllanti e della riduzione dei crediti verso altri;
- 2 la variazione dei debiti commerciali è dovuta principalmente alla riduzione dei debiti tributari e verso altri;
- 3 la variazione dei fondi per rischi e oneri è relativa principalmente (i) al fondo rinnovo aeroportuale, (ii) al fondo per spese legali e altri e (iii) ai altri fondi per rischi e oneri differiti (indennizzo pagato per la risoluzione di un contratto di potenziamento e sviluppo dell'infrastruttura di volo dell'aeroporto);
- 4 il flusso di cassa netto per il 2017 è positivo per circa 1,2 mln €.

Euro	FY 2017
EBITDA	1.877.070
Variazioni nel CCN	(808.261)
-/+ Magazzino	(6.121)
1 -/+ Crediti commerciali	(173.664)
2 +/- Debiti commerciali	(136.770)
-/+ Altre attività correnti	11.091
+/- Altre passività correnti	(502.797)
(Tasse)	(13.464)
3 Variazioni fondi	(56.441)
Variazione fondo TFR	25.942
Variazione fondi rischi	(82.383)
Flusso di cassa operativo corrente	998.904
Investimenti lordi	(168.373)
Flusso di cassa disponibile	830.531
Variazioni di patrimonio netto	349.997
Proventi e oneri finanziari	(907)
Rettifiche valore attività finanziarie	-
Variazione debiti finanziari lordi	-
Variazione crediti finanziari	-
4 Flusso di cassa netto	1.179.621

Fonte: bilanci civilistici

L'approccio valutativo (1/2)

La scelta del metodo di valutazione

I metodi di stima del capitale economico di un'azienda (o di un Ramo d'Azienda) si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie:

- misurazione analitica a valori correnti degli elementi attivi e passivi che costituiscono il patrimonio della società/ramo (metodo patrimoniale);
- stima del ritorno finanziario dell'investimento o della redditività (metodo dei flussi di cassa attualizzati - metodo reddituale);
- metodologie che uniscono i principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale - reddituale);
- analisi comparativa di aziende simili.

Laddove la valutazione non sia in ipotesi di continuità si procederà invece a valutare in ipotesi di liquidazione.

La scelta della metodologia per esprimere il valore del capitale economico della Società è stata effettuata considerando le finalità stesse dell'operazione che ha richiesto la valutazione, la natura dell'attività, nonché le informazioni fornite.

Nella fattispecie sono stati resi disponibili dal management di ABD informazioni di natura patrimoniale e reddituale lungo l'arco temporale 2014 – 2018.

In particolare, per gli esercizi 2014, 2015, 2016 e 2017 ci è stata fornita la situazione patrimoniale ed economica della Società consuntiva, per l'esercizio 2018 ci è stata fornita la situazione economica previsionale.

Ai fini della determinazione del valore economico di ABD si sono tenuti in considerazione, tra l'altro, i seguenti aspetti caratteristici della Società:

- una struttura patrimoniale costituita in prevalenza da beni gratuitamente devolvibili;
- la presenza di impianti e macchinari specifici di proprietà che assumono un valore solo se funzionali allo svolgimento dell'attività di gestione aeroportuale;
- gli esiti del referendum consultivo del 12 giugno 2016 che di fatto faranno decadere il contratto di servizio in essere (Convenzione n. 50/38.1 sottoscritta in data 29 dicembre 2016) che garantiva un'integrazione di ricavi considerevole (circa il 70%).

A tal fine, pertanto, si è scelto di procedere all'identificazione di un *range* di valori che la Società può avere, che riflettano, di fatto, le seguenti ipotesi:

- un'ipotesi di continuità aziendale, che veda l'interesse da parte di un socio unico industriale/operativo che scommetta sul rilancio dell'aeroporto sostenendo un costo di *turnaround*, un cd. *Badwill*, collegato alla attuale carenza di ricavi da mercato rispetto alla struttura di costi della società in ipotesi di chiusura dell'attuale contratto di servizio (Convenzione n. 50/38.1);
- un'opzione residuale data dalla liquidazione della Società ove la competizione di mercato non identifichi un nuovo socio unico industriale/operativo che sia interessato a perseguire l'ipotesi sopraindicata come previsto dalla legge provinciale 21/07/2016, n.17.

L'approccio valutativo (2/2)

La scelta del metodo di valutazione

Sulla base delle considerazioni effettuate si è proceduto ad identificare :

- un valore della Società in ipotesi di continuità aziendale utilizzando un metodo di valutazione cd. misto reddituale-patrimoniale i cui risultati e logiche di determinazione sono illustrate nelle pagine che seguono;
- un valore della Società in ipotesi di liquidazione valorizzando, di fatto, gli *assets* che potrebbero avere un valore economico, considerando che cessa, pertanto, l'attività caratteristica della gestione aeroportuale di ABD.

In conclusione al fine di fornire alla elementi a supporto nell'ambito dell'Operazione, le considerazioni che seguono nelle slide successive, illustrano il valore rinveniente dall'applicazione delle due metodologie valutative sopra indicate.

Metodo misto patrimoniale reddituale

Descrizione

Sulla base delle informazioni che ci sono state rese disponibili, nella determinazione del valore economico si è ritenuto opportuno utilizzare il metodo **misto patrimoniale reddituale**, al fine di ricercare un risultato conclusivo che consideri contemporaneamente l'aspetto patrimoniale e reddituale della Società, così da tener conto dell'elemento di obiettività e verificabilità proprio dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali che sono concettualmente una componente essenziale del valore del capitale economico.

Il fondamento teorico e logico di tale metodo è che il patrimonio impiegato per lo svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa debba avere un tasso di rendimento normale. In altri termini, il reddito normalizzato della società deve essere almeno pari al reddito che si otterrebbe investendo un certo capitale nel settore di riferimento. L'eventuale differenza positiva (*goodwill*) o negativa (*badwill*) viene attualizzata lungo un orizzonte temporale e ad un tasso (*i*) pari solitamente al tasso privo di rischio.

La definizione del valore attuale degli eventuali *goodwill/badwill* (sovraredditi/sottoredditi) richiede l'individuazione di un orizzonte temporale determinato sulla base della capacità della società di mantenere un vantaggio (oppure uno svantaggio) competitivo che le permetta di avere una redditività superiore (od inferiore) a quella media di settore.

Nel caso in esame si è ritenuto opportuno valutare l'impatto in tema di *Badwill/Goodwill* rispetto ad un orizzonte temporale di un anno.

Metodo misto patrimoniale reddituale

Principali assunzioni

Nello svolgimento dell'analisi valutativa abbiamo considerato le seguenti assunzioni:

- tasso di attualizzazione corrispondente al costo medio ponderato del capitale proprio (Ke) pari al 9,20% sulla base delle seguenti ipotesi:
 - tasso *risk free* di un BTP a 10 anni pari al rendimento netto calcolato come la media dei tassi giornalieri dal 31 Dicembre 2016 al 31 Dicembre 2017;
 - *Market Risk Premium* (“MRP”) pari al 5,08%;
 - *Small-size premium* pari al 3,67%;
 - è stata ipotizzata una struttura *debt/equity* dello 0,19 in funzione dell'analisi effettuata sul mercato rispetto alle società comparabili individuate di cui si riporta in allegato il dettaglio di calcolo.
- Data di riferimento dei parametri di mercato: 31 Dicembre 2017.

La determinazione del tasso di remunerazione del capitale proprio

- Si rimanda all'Allegato (Determinazione del tasso di sconto), per una descrizione dettagliata della costruzione del costo capitale proprio (Ke).

Ke ABD Airport S.p.A.	
Data di valutazione	31/12/2017 (PwC)
Risk free rate (*)	2,08%
Market risk premium (*)	5,08%
D/E	0,19
Beta unlevered	0,57
Beta levered	0,68
Risk Premium	3,44%
Small size premium (*)	3,67%
Ke	9,20%

(*) *Risk-free rate*: Avg 1YTD BTP 10 y Local Currency @31.12.2017

Market risk premium: Damodaran 01.2018

Small size premium: Ibbotson 12.2016

Fonte: elaborazione PwC su dati Bloomberg

Metodo misto patrimoniale reddituale

Normalizzazione dei dati di bilancio

Coerentemente con il metodo misto patrimoniale reddituale si è proceduto a determinare il reddito normalizzato partendo dal budget 2018 fornito dalla società ABD Airport S.p.A..

Nello specifico, sono state effettuate le seguenti rettifiche:

- ❶ **fatturato**: sono stati rettificati i ricavi derivanti dal contratto di servizio con la PAB (2.950k €), che sarà terminato alla data di cessione a terzi di ABD se antecedente, i ricavi da vendita di energia e contributi GSE (347k €) e contributi EFRE, in quanto l'impianto fotovoltaico è stato oggetto di valutazione separata, e i contributi in conto impianti (502k €), in quanto relativi a beni gratuitamente devolvibili;
- ❷ **spese per servizi**: le spese per servizi sono state normalizzate per tener conto della manutenzione ordinaria dell'impianto rappresentando un importo totale di 9k € nel 2018, come detto oggetto di valutazione separata;
- ❸ **ammortamenti**: coerentemente con la sua valorizzazione separata, la quota di ammortamento annua dell'impianto fotovoltaico è stata scomputata dal valore totale degli ammortamenti.

<i>Euro</i>	Budget 2018	Norm	2018 Norm	Valore Normalizzato
❶ Fatturato	4.025.750	(3.799.093)	226.657	226.657
Altri ricavi	854.593		854.593	854.593
Ricavi	4.880.343		1.081.250	1.081.250
<i>Variazione %</i>	<i>(23,0%)</i>			
(Costo delle materie)	(476.582)		(476.582)	(476.582)
❷ (Spese per servizi)	(1.397.564)	9.000	(1.388.564)	(1.388.564)
(Oneri diversi di Gestione)	(82.400)		(82.400)	(82.400)
(Personale)	(1.412.879)		(1.412.879)	(1.412.879)
EBITDA	1.510.918		(2.279.175)	(2.279.175)
<i>EBITDA %</i>	<i>31,0%</i>			<i>(210,8%)</i>
❸ Ammortamenti	(1.480.716)	117.661	(1.363.055)	(1.363.055)
Svalutazioni	-		-	-
Accantonamenti	-		-	-
EBIT	30.202		(3.642.230)	(3.642.230)
<i>RoS</i>	<i>0,6%</i>			
Proventi e oneri finanziari	(8.000)		(8.000)	(8.000)
Proventi finanziari	-		-	-
(Oneri finanziari)	(8.000)		(8.000)	(8.000)
Risultato anteimposte	22.202		(3.650.230)	(3.650.230)
(Imposte)	-		-	-
Risultato netto	22.202		(3.650.230)	(3.650.230)
<i>% su ricavi</i>	<i>0,5%</i>			

Fonte: bilanci civilistici

Metodo misto patrimoniale reddituale

Immobilizzazioni materiali

Sulla base dei dati di bilancio 2017 si è proceduto a rettificare le immobilizzazioni materiali del valore dei beni a devoluzione gratuita. Nel dettaglio le immobilizzazioni materiali post rettifica sono pari a **2.598k €**. In particolare:

- ❶ Impianto fotovoltaico per 1.989k €;
- ❷ Altri beni materiali pari a 260k €;
- ❸ Macchinari specifici pari a 238k €;
- ❹ Si evidenzia che le immobilizzazioni materiali in corso sono pari a zero in quanto integralmente costituite da beni gratuitamente devolvibili.

Immobilizzazioni	Valori di Bilancio al 31/12/2017	Demanio e Beni gratuitamente devolvibili	Valori di Bilancio post devoluzione	Flag Devoluzione Gratuita
Bird Strike	36	36	-	SI
Edifici Civili Aeroporto	5.166	5.166	-	SI
Piste e terreni ad essi adibiti	24.767	24.767	-	SI
Terreni da costruire (*)	560	560	-	SI
Costruzioni leggere (*)	49	40	9	SI
Macchinari specifici	238	-	238	NO
Impianti elettrici/riscaldamento	32	-	32	NO
Apparecchi di segnalazione, servizio carburante	26	-	26	NO
Apparecchi di segnalazione	-	-	-	NO
Deposito carburante	4	-	4	NO
Impianto fotovoltaico	1.989	-	1.989	NO
Piccola attrezzatura	-	-	-	NO
Attrezzatura varia	7	-	7	NO
Altri beni materiali	260	-	260	NO
Immobilizzazioni in corso e acconti (*)	1.770	1.770	-	SI
Costi di impianto e ampliamento	0	-	0	NO
Costi di ricerca sviluppo e di pubblicità	-	-	-	NO
Diritti di brevetto, diritti di utilizz. Op. ing.	33	-	33	NO
Totale	34.938	32.340	2.598	

Fonte: Dati di bilancio

(*) Sulla base delle ulteriori informazioni fornite dal management, i dati di bilancio sono stati rettificati riclassificando nella categoria beni gratuitamente devolvibili per 560k € relativi ai terreni da costruire, per 1.770k € relativi agli immobilizzazioni in corso.

Metodo misto patrimoniale reddituale

Determinazione del Patrimonio Netto Rettificato

Sulla base dell'analisi del bilancio al 31 dicembre 2017, si è proceduto alla identificazione del patrimonio netto rettificato al servizio del business, apportando quindi le seguenti rettifiche:

- ❶ le partecipazioni societarie pari a 1.250 € sono state dedotte in quanto valutate separatamente pari al loro valore di carico;
- ❷ ratei e risconti passivi e il risconto passivo del contributo per investimenti in conto capitale, pari a 1.516k € sono stati portati a incremento del patrimonio netto;
- ❸ il valore netto al 31 dicembre 2017 dell'impianto fotovoltaico (1.989k €) al netto dei contributi EFRE (369k €) è stato portato in deduzione;
- ❹ il valore delle immobilizzazioni al 31 dicembre 2017 al netto del valore dei cespiti gratuitamente devolvibili è stato dedotto al fine di rettificare il patrimonio netto;

A seguito di tali rettifiche è stato stimato un valore del patrimonio netto pari a 4.710k €.

Si segnala, infine, che la Società registra perdite fiscalmente rilevanti pari a 8,3 € mln, un'eccedenza di ROL pari a 1,3 € mln e un'eccedenza ACE pari a 2,3 € mln, che in assenza di un piano pluriennale non possono essere oggetto di puntuale valorizzazione.

Metodo Misto Patrimoniale - Reddituale (€'000)

Patrimonio netto al 31.12.2017	37.156
❶ Partecipazioni societarie	(1)
❷ Risconto contributo in conto impianti	1.516
❸ Impianto fotovoltaico netto contributo EFRE	(1.620)
❹ Beni devoluti a Demanio o Provincia	(32.340)
Patrimonio netto rettificato al 31.12.2017	4.710

Fonte: Elaborazione PwC su dati di bilancio

Metodo misto patrimoniale reddituale

Determinazione del Goodwill/Badwill

Ai fini della determinazione del *Badwill* / *Goodwill* sostenibile abbiamo effettuato l'analisi rispetto ad un orizzonte temporale di un anno allo scopo di rappresentare il tempo minimo necessario a consentire al potenziale acquirente il rilancio dell'aeroporto.

L'utile netto è stato determinato a partire dall'EBITDA e tenendo in considerazione i seguenti elementi:

- ① è stato previsto un EBITDA pari all'EBITDA normalizzato 2018 come precedentemente calcolato;
- ② non sono stati previsti contributi da parte della PAB;
- ③ gli ammortamenti sono stati considerati pari a 243k € in linea con le immobilizzazioni residue al netto di quelle a devoluzione gratuita;
- ④ il reddito medio atteso per il settore (o rendimento richiesto) è calcolato come prodotto tra il costo del capitale proprio, pari a 9,20% e il patrimonio netto rettificato;
- ⑤ il confronto tra l'utile netto atteso normalizzato e la remunerazione del capitale richiesta dal mercato fa emergere un sotto reddito (*Badwill*).

Stima dell'Utile netto		(€'000)
①	EBITDA	(2.279)
②	Contributi PAB	
③	Ammortamenti	(243)
EBIT		(2.522)
	Proventi ed oneri finanziari	(8)
	Altri proventi finanziari	-
	Interessi ed altri oneri finanziari	(8)
EBT		(2.530)
	Imposte figurative	-
	IRES	-
	Base imponibile	(2.530)
	aliquota	24,0%
	IRAP	-
	Base imponibile	-
	Aliquota	4,2%
Utile netto		(2.530)
Ke	9,195%	
	Patrimonio netto rettificato	4.710
④	Rendimento richiesto	433
⑤	Sovra/(Sotto) Reddito	(2.963)

Fonte: Elaborazione PwC

Metodo misto patrimoniale reddituale

Determinazione del *Goodwill/Badwill*

Nell'analisi svolta è stato ipotizzato un *Badwill* in un orizzonte temporale di un anno.

- ① mediante l'attualizzazione del sotto reddito al tasso *risk free rate* del 2,08% è risultato un *Badwill* di circa 2,9mln €;
- ② si è inoltre proceduto a risommare il valore delle partecipazioni in altre società calcolato sulla base della quota di patrimonio netto corrispondente alla percentuale detenuta e il valore di mercato dell'impianto fotovoltaico, calcolato come valore attuale netto dei flussi di cassa relativi all'impianto fotovoltaico;
- ③ Il valore economico del capitale di ABD Airport è stato così individuato pari a circa 3,8mln €.

①	Goodwill / (Badwill) 1	(2.903)
	(€'000)	
	Patrimonio netto rettificato 31.12.2017	4.710
	<i>Goodwill / (Badwill)</i>	(2.903)
	Totale	1.807
②	Partecipazioni societarie	1
③	Impianto fotovoltaico	2.032
	Equity Value	3.841

Fonte: Elaborazione PwC

Valore di ABD in ipotesi di liquidazione

La scelta della metodologia per esprimere il valore della Società in ipotesi di liquidazione è stata effettuata considerando le finalità stesse dell'operazione, la natura dell'attività e le informazioni rese disponibili dal Management.

In particolare:

- le finalità dell'analisi consiste nel fornire elementi di supporto al Management sulla ragionevolezza del prezzo di cessione confrontando tale valore con quello rinveniente nell'ipotesi di chiusura, ossia di liquidazione della Società;
- l'assetto patrimoniale della Società è costituito, al netto dei beni gratuitamente devolvibili, sostanzialmente da *asset* materiali funzionali all'esercizio dell'attività di gestione aeroportuale nonché dall'impianto fotovoltaico;
- coerentemente con i punti precedenti, il Management ci ha fornito la situazione patrimoniale alla data di riferimento, come già illustrata nel metodo misto patrimoniale reddituale, oltre i possibili oneri rinvenienti in un'ottica di liquidazione.

Sulla base degli elementi anzidetti, nello sviluppo delle nostre analisi si è ritenuto opportuno utilizzare un approccio patrimoniale nell'ottica di una liquidazione, che si estrinseca nella valorizzazione a valori correnti di ciascun *asset* e degli oneri connessi all'ipotesi di chiusura.

Il valore contabile di riferimento

Come primo passo dell'esercizio valutativo ai fini della determinazione del valore della Società, in ipotesi di liquidazione, è stata considerata la Situazione Patrimoniale al 31 dicembre 2017, sulla cui composizione si fa rinvio a quanto detto nel paragrafo 1.

Al valore di cui sopra sono state apportate le seguenti rettifiche:

- ① Le immobilizzazioni sono comprensive delle partecipazioni societarie di ABD e del valore attuale dell'impianto fotovoltaico pari a 1.989k €;
- ② Il capitale circolante netto al 31 dicembre 2017 comprensivo del circolante commerciale e dei ratei e risconti attivi pari a 222k €;
- ③ La cassa del periodo pari a 4.812k € ed è comprensiva dell'ammontare di aumento di capitale accreditato nei primi mesi del 2017;
- ④ Fondo TFR e fondi rischi pari a 933k €;

Come detto, nella fattispecie in oggetto oltre alle rettifiche anzidette, si è trattato di determinare anche quelle componenti di valore connesse agli oneri derivanti dall'ipotesi di chiusura:

- ⑤ I costi di liquidazione, relativi ad un anno e mezzo di mensilità del personale e relativi ai costi di gestione della procedura di liquidazione pari a 2.169k €.

Valore di ABD in ipotesi di liquidazione

Determinazione del valore di liquidazione

Si evidenzia che il valore di realizzo delle immobilizzazioni tiene conto esclusivamente del valore di mercato dell'impianto fotovoltaico e del valore di carico delle partecipazioni societarie detenute di ABD.

Con riferimento all'impianto fotovoltaico si segnala che essendo costruito su terreno demaniale non è cedibile separatamente e conseguentemente dovrà essere restituito al Demanio in caso di liquidazione. Pertanto, il valore ad esso attribuito è pari a zero.

La non considerazione degli impianti e macchinari quali ad esempio impianti video/comunicazione, macchinari specifici, apparecchi di segnalazione, impianti elettrici e di riscaldamento, è giustificata da loro funzionalità specifica diretta all'esercizio dell'attività aeroportuale specifica dell'Aeroporto di Bolzano.

Infatti, come indicato dal Management, tali impianti e macchinari sono stati costruiti ad hoc sulle effettive necessità dell'aeroporto e pertanto nel caso di liquidazione avrebbero un valore non significativo.

I costi di liquidazione sono stati stimati pari a circa 1,5 anni di costo azienda del personale.

Sulla base delle considerazioni precedentemente esposte e delle rettifiche effettuate il valore derivante dall'ipotesi di liquidazione è pari a circa 1,9 mln €.

Valori di realizzo/pagamento degli attivi/passivi	(€'000)
Immobilizzazioni	1
Capitale circolante netto	222
Cassa	4.812
Fondo TFR	(299)
Fondi rischi	(634)
Costi di liquidazione	(2.169)
Valore di liquidazione	1.933

Fonte: Elaborazione PwC

Conclusioni

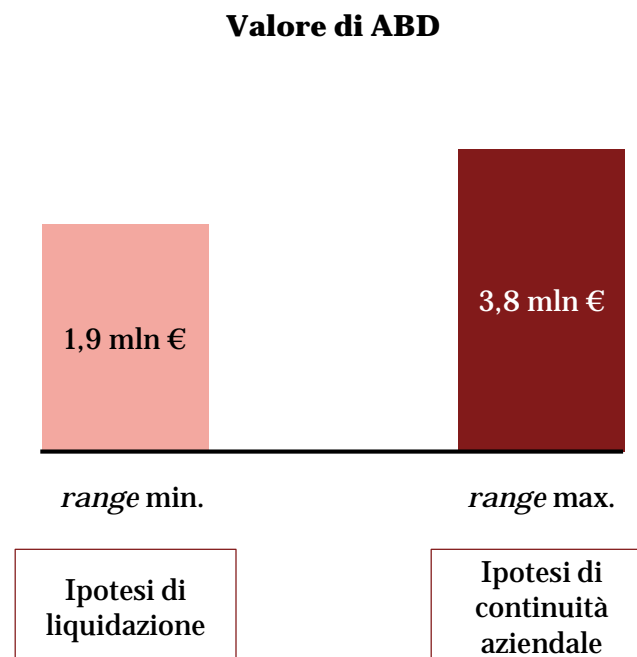
Di seguito riportiamo sinteticamente le considerazioni emerse dall'attività svolta.

Il nostro lavoro ha tenuto conto delle caratteristiche e delle finalità specifiche dell'Operazione e deve essere interpretato alla luce dei commenti, delle ipotesi e delle limitazioni riportate nel documento con particolare riguardo ai seguenti aspetti:

- è stata espressa da parte della PAB, l'intenzione di dismettere la Società ABD, in ragione dell'esito del referendum consultivo; conseguentemente le opzioni sono rappresentate dalla cessione della Società o, nel caso in cui la competizione di mercato non identifichi un nuovo socio unico industriale/operativo che sia in grado di perseguire l'ipotesi sopraindicata come previsto dalla legge provinciale del 21 luglio 2016, n.17, procedere alla liquidazione della stessa;
- la consistenza patrimoniale della Società oggetto di dismissione si sostanzia essenzialmente nel valore del patrimonio al netto degli asset gratuitamente devolvibili;
- il nostro lavoro è consistito in un'analisi limitata alla valorizzazione di quegli elementi funzionali alla definizione di un esercizio valutativo sulla Società in ipotesi di cessione rispetto all'ipotesi di liquidazione.

Sulla base del lavoro da noi svolto, illustrato nella presente Relazione, e sulla base dell'applicazione delle metodologie di valutazione utilizzate, riteniamo che il valore economico attribuibile ad ABD Airport S.p.A. alla data del 31 dicembre 2017 possa attestarsi in un *range* di valori compreso tra circa 1,9 mln € (ipotesi di liquidazione pari al valore minimo del *range*) e 3,8 mln € (ipotesi di continuità aziendale pari al valore massimo del *range*).

In conclusione, pertanto, alla luce dei risultati ottenuti il valore economico del capitale di ABD risulterebbe compreso tra 1,9 mln € e 3,8 mln €.



Allegati

Allegati		21
1	Assunzioni e limitazioni	22
2	Informazioni utilizzate	23
3	Glossario	24
4	Exhibits	25

Assunzioni e limitazioni

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

- Lo svolgimento dei Servizi non determina alcun coinvolgimento di PwC CF nella gestione e nell'attività della Società né nelle decisioni aziendali in merito alla fattibilità o convenienza di eventuali operazioni a supporto delle quali i Servizi sono svolti;
- il presente Documento è stato predisposto ad esclusivo beneficio di Società in accordo con i termini della nostra Lettera di Incarico e non è destinato ad essere utilizzato per altri scopi. Pertanto non assumiamo alcuna responsabilità in relazione ad altri scopi o nei confronti di altri soggetti cui il Documento sia consegnato o che ne siano venuti in possesso in altro modo, salvo nei casi in cui sia stato espresso il nostro preventivo consenso per iscritto;
- per sua natura, la valutazione non rappresenta una mera applicazione di criteri e di formule ma è il risultato di un processo complesso di analisi e di stima in cui sono riflessi anche elementi di soggettività. Non esistendo un unico valore, è prassi presentare le conclusioni delle analisi all'interno di un intervallo di valori (anche se, come da vostra richiesta e per le vostre finalità, abbiamo indicato nelle conclusioni un unico valore);
- la data di riferimento della valutazione è il 31 dicembre 2016 (la "Data di Riferimento"). In ogni caso, abbiamo tenuto conto di eventi significativi portati alla nostra attenzione accaduti dopo tale data fino all'emissione del nostro Documento;
- gli allegati costituiscono parte integrante del presente Documento;
- ad eccezione del valore di liquidazione, le analisi della Società sono state effettuate in ipotesi di continuità aziendale e "stand alone," pertanto la Società è stata esaminata in condizioni "normali" di funzionamento (astruendo da eventi straordinari e non ricorrenti di gestione), con riferimento alla situazione in atto ed alle prospettive di sviluppo conosciute alla data del Documento;
- l'analisi è basata su informazioni economiche e finanziarie e su documenti forniti dal management della Società (il "Management") nel corso del lavoro; data la natura del nostro incarico la responsabilità sulla qualità e correttezza dei dati e delle informazioni in essi contenute compete al Management; tali dati ed informazioni sono stati da noi analizzati solo per ragionevolezza complessiva;
- i Servizi non prevedono lo svolgimento di procedure di revisione contabile come definite dagli statuti principi di revisione generalmente accettati, né un esame dei controlli interni o altre procedure di verifica. Di conseguenza, PwC CF non esprime alcun parere né alcuna altra forma di certificazione sui bilanci della Società o su qualsiasi altra informazione finanziaria (incluse, se applicabile, le informazioni finanziarie prospettive), o sui controlli operativi o interni della Società;
- i Servizi non comprendono assistenza e/o consulenza di natura legale e/o fiscale;
- in relazione alla valutazione degli impianti, secondo quanto concordato con il Management e stante la recente effettuazione dei relativi investimenti, non è stata svolta alcuna stima di mercato indipendente degli stessi.

Informazioni utilizzate

- Abbiamo inoltre esaminato ulteriore documentazione pubblicamente disponibile (es. Bloomberg) al fine di raccogliere informazioni in merito a analisi delle società comparabili e dei multipli di mercato.
- Il Documento contiene ulteriori informazioni ottenute o estrapolate da una pluralità di fonti, come riportato nel corpo del presente Documento. PwC CF non ha verificato l'affidabilità di tali fonti o la correttezza delle informazioni fornite. Pertanto non rilasciamo alcun tipo di garanzia (espressa o implicita) ad alcun soggetto in merito all'accuratezza e completezza del Documento.

Principali documenti

Bilancio d'esercizio 2014 ABD Airport S.p.A.

Bilancio d'esercizio 2015 ABD Airport S.p.A.

Bilancio d'esercizio 2016 ABD Airport S.p.A.

Bilancio di verifica relativo all'esercizio 2016 ABD Airport S.p.A.

Bilancio d'esercizio 2017 ABD Airport S.p.A.

Bilancio di verifica relativo all'esercizio 2017 ABD Airport S.p.A.

Conto economico gestionale Budget 2018 ABD Airport S.p.A.

Glossario dei Termini e delle Abbreviazioni

Term	Definition
CAPM	Capital Asset Pricing Model
Data di Riferimento	31 dicembre 2017
EBIT	Earnings before interest and tax
EBITDA	Earnings before interest, tax, depreciation and amortisation
ERP	Equity Risk Premium
Ke	Cost of equity
KPI	Key performance indicators
Management	Il management di ABD Airport S.p.A.
PwC o PwC CF	PricewaterhouseCoopers Advisory S.p.A.
Rf	Risk-free rate
Società	ABD Airport S.p.A.

Exhibits

Presupposti metodologici

- I metodi di stima del capitale economico delle aziende si possono ricondurre concettualmente alle seguenti tipologie basate su:
 - il ritorno finanziario atteso dall'investimento, cioè sui flussi di cassa che esso è atto a generare nel futuro, dal momento attuale alla sua completa liquidazione (metodo dei flussi di cassa attualizzati o DCF - Discounted Cash Flow);
 - i redditi che l'investimento è atto a produrre nel futuro (metodo reddituale);
 - il valore patrimoniale corrente (metodo patrimoniale);
 - l'unione dei principi essenziali dei procedimenti reddituali e patrimoniali (metodo misto patrimoniale - reddituale e metodo dell'Economic Profit);
 - l'analisi comparativa di società e transazioni comparabili (metodo dei multipli).
- Riportiamo nelle pagine seguenti la descrizione dei metodi sopra indicati.

Le metodologie di valutazione

Il metodo misto reddituale – patrimoniale

- La caratteristica essenziale del metodo misto patrimoniale - reddituale è la ricerca di un risultato che consideri contemporaneamente questi due approcci, così da tenere conto dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente una componente fondamentale del valore del capitale economico. Il metodo in questione è idoneo ad identificare, attraverso una stima autonoma, il goodwill/badwill.

- La formula utilizzata è la seguente:
$$Equity Value = K + \sum_{i=1}^n (R + iK) / (1 + i')^n$$

dove:

K = patrimonio o capitale netto rettificato;

R = reddito netto normalizzato atteso per il futuro;

n = numero definito e limitato di anni;

i = tasso di rendimento normale del tipo di investimento considerato;

i' = tasso di sconto del goodwill/badwill (R - iK).

- Il fondamento teorico e logico di tale metodo è che il patrimonio impiegato per lo svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa debba avere un tasso di rendimento normale. In altri termini, il reddito normalizzato della società deve essere almeno pari al reddito che si otterrebbe investendo un certo capitale nel settore di riferimento. L'eventuale differenza positiva (goodwill) o negativa (badwill) viene attualizzata lungo un orizzonte temporale e ad un tasso (i') pari solitamente al tasso privo di rischio.
- La definizione del valore attuale degli eventuali goodwill/badwill (sovraredditi/sottoredditi) richiede l'individuazione di un orizzonte temporale determinato sulla base della capacità della società di mantenere un vantaggio (od uno svantaggio) competitivo che le permetta di avere una redditività superiore (od inferiore) a quella media di settore.

Le metodologie di valutazione

Discounted cash flow method

Questo criterio si ispira al concetto generale che il valore di un'azienda è pari al valore attualizzato dei tre seguenti elementi:

- flussi di cassa che essa sarà in grado di generare entro un orizzonte di previsione;
- valore residuo, cioè il valore del complesso aziendale derivante dal periodo al di là dell'orizzonte di previsione;
- valore dei cosiddetti surplus asset o attività non operative dell'azienda.

Nell'approccio che considera i flussi operativi (approccio *unlevered*), al fine di ottenere il valore economico del capitale investito operativo ("Enterprise Value"), i flussi di cassa considerati sono i *free cash flow* operativi, i quali vengono scontati al WACC (*Weighted Average Cost of Capital*); il WACC è la media del costo del capitale proprio e del costo del capitale di debito ponderata in base alla struttura finanziaria dell'impresa.

Il costo medio ponderato del capitale (WACC) è determinato come media ponderata del costo del capitale proprio e di terzi (al netto dei benefici fiscali). La formula per la determinazione del WACC è pertanto:

$$\text{Wacc} = [\text{Kd} * (\text{d}\%)] + [\text{Ke} * (\text{e}\%)]$$

dove:

- WACC = costo medio ponderato del capitale;
- Kd = costo del capitale di debito dopo le imposte;
- d% = percentuale del capitale di debito sul totale del capitale investito (capitale di rischio + capitale di debito);
- Ke = costo del capitale di rischio;
- e% = percentuale del capitale di rischio sul totale del capitale investito.

Le metodologie di valutazione

Il costo del capitale proprio (K_e) è stimato in base alla teoria del Capital Asset Pricing Model (CAPM) nel modo seguente:

$$K_e = r_f + \beta * r_m + \text{"Add Risk"}$$

dove:

- K_e = costo del capitale proprio;
- R_f = saggio di rendimento effettivo netto dei Titoli di Stato a medio-lungo termine, caratterizzati da assenza di rischio d'impresa ("risk-free rate");
- β = coefficiente "beta" espressivo della quantità di rischio che caratterizza la particolare impresa rispetto a mercato finanziario in generale;
- R_m = Premio per il rischio richiesto da un investitore medio.
- "Add Risk" = rischio addizionale funzione della dimensione aziendale;

Il costo del capitale di debito (K_d) è calcolato usando la formula:

$$K_d = K_{dpt} * (1 - T)$$

dove:

- K_d = costo del capitale di debito dopo le imposte;
- K_{dpt} = costo del capitale di debito pre-imposte;
- T = aliquota d'imposta ("scudo fiscale").

Il valore così ottenuto deve essere rettificato – in aumento o in diminuzione - della posizione finanziaria netta ("PFN") alla data di riferimento della valutazione ottenendo così il valore del capitale economico ("Equity Value").

La formula generale in base alla quale si procede alla determinazione del valore dell'azienda (Enterprise Value) è così rappresentabile:

$$V = \sum_{i=1}^n \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + TV + SA$$

dove:

- FCF=free cash flow, o flusso di cassa prodotto dalla gestione operativa;
- WACC=costo medio ponderato del capitale;
- n =periodo di previsione esplicita;
- TV =valore attuale del valore terminale (Terminal Value), ossia il valore derivante dai flussi finanziari prodotti al di là dell'orizzonte di previsione esplicita;
- SA =si tratta di attività e passività non operative, cioè beni e attività non inerenti il core business aziendale, la cui valutazione non è stata ricompresa nel piano previsionale di calcolo dei flussi.

Le metodologie di valutazione

I free cash flow o flussi di cassa della gestione operativa esprimono la dimensione finanziaria della gestione corrente e sono quindi determinati trasformando i redditi prodotti negli effettivi movimenti delle risorse finanziarie generate dalla gestione caratteristica.

Per calcolare il Terminal Value è possibile applicare la seguente formula:

$$TV = FCF_{n+1} / (WACC - g)$$

dove:

- FCF_{n+1} = flusso di cassa sostenibile oltre l'orizzonte di previsione esplicita;
- g = tasso di crescita del business oltre il periodo di piano;
- $WACC$ = costo medio ponderato del capitale.

Il metodo reddituale

Secondo il metodo reddituale, il valore di un'azienda deriva unicamente dai redditi che, in base alle attese, essa sarà in grado di produrre. In altre parole il valore dell'impresa (W) si suppone pari alla serie dei valori attuali dei redditi futuri dell'impresa stessa.

Tra le possibili varianti del metodo reddituale quella "levered" prende a riferimento il reddito netto normale atteso. La formula adottata è la seguente

$$W = \sum_{t=1}^n \frac{(R_t)}{(1+Ke)^t} + \frac{(R_{TV}) * (1+g)}{(Ke - g)} * \frac{1}{(1+Ke)^n}$$

- R_t = redditi netti attesi nel periodo di previsione esplicita;
- R_{TV} = reddito netto per il calcolo del valore residuo;
- Ke = costo del capitale proprio o "di rischio";
- g = tasso di crescita atteso dei redditi netti;
- n = periodo esplicito di previsione.

Le metodologie di valutazione

Il metodo patrimoniale semplice

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

Il metodo patrimoniale assume, come punto di partenza, il patrimonio netto di bilancio così come espresso dalla situazione patrimoniale contabile di riferimento. Al patrimonio netto contabile di cui sopra vengono apportate le seguenti rettifiche:

- rettifiche per uniformarsi ai corretti principi contabili;
- rettifiche necessarie per recepire le plusvalenze e le minusvalenze emergenti su specifiche poste dell'attivo e del passivo.

Il metodo patrimoniale complesso

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

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

L'impossibilità di allocare il reddito tra i singoli beni immateriali è la dimostrazione che il valore ad essi attribuito non può che essere complessivo.

Il metodo misto patrimoniale reddituale

Un metodo di stima diffuso è il metodo misto patrimoniale - reddituale. Sua caratteristica essenziale è la ricerca di un risultato che consideri contemporaneamente i due aspetti, così da tenere conto dell'aspetto patrimoniale, senza peraltro trascurare le attese reddituali, che sono concettualmente una componente essenziale del valore del capitale economico.

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

$$W = K + a_n \cdot x (R - iK)$$

Dove:

- K = valore patrimoniale o capitale netto rettificato;
- R = reddito normalizzato atteso per il futuro;
- n = numero definito e limitato di anni;
- i = tasso di rendimento normale del tipo di investimento considerato.

Le metodologie di valutazione

Il fondamento teorico e logico di tale metodo è che il patrimonio impiegato per lo svolgimento dell'attività caratteristica dell'impresa debba avere un tasso di rendimento normale. In altri termini, il reddito normalizzato della società deve essere almeno pari al reddito che si otterrebbe investendo un certo capitale nel settore di riferimento.

L'eventuale differenza positiva (sovra reddito) o negativa (sotto reddito) viene attualizzata lungo un orizzonte temporale e ad un tasso pari al tasso privo di rischio.

La definizione del valore attuale dell'eventuale sovra reddito/sotto reddito richiede l'individuazione di un orizzonte temporale determinato sulla base della capacità della società di mantenere un vantaggio competitivo che le permetta di avere una redditività superiore a quella media di settore.

L'adozione di criteri misti presuppone, anzitutto, la stima della redditività mantenibile dell'azienda intesa come redditività media normale attesa.

La configurazione di reddito mantenibile è peraltro espressione dell'intrinseca capacità dell'azienda in oggetto a produrre uno stabile flusso di ricchezza, tenuto conto dei fattori organizzativi interni e di quelli competitivi esterni.

Tale metodologia è valida anche nella cosiddetta forma “unlevered” che prevede il confronto tra il rendimento atteso sul capitale investito e il reddito operativo netto (NOPLAT) dell'azienda.

Il metodo dei multipli

Il criterio dei multipli di mercato perviene ad una stima del valore dell'impresa oggetto di valutazione in base a dati derivati dal mercato azionario attraverso l'elaborazione di appositi coefficienti (o multipli).

I multipli vengono dedotti dal rapporto esistente tra il valore che il mercato attribuisce ad imprese comparabili rispetto a quella che si procede a valutare e grandezze espressive della situazione economico-patrimoniale.

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

- scelta di un gruppo di società comparabili con la società da valutare;
- definizione dei multipli per le società selezionate;
- calcolo dei multipli medi delle società facenti parte del gruppo selezionato (cosiddetti multipli di settore);
- applicazione dei multipli di settore alla società oggetto di valutazione.

Determinazione del tasso di sconto

- Il calcolo del tasso di attualizzazione è stato costruito rispetto alle seguenti ipotesi:
 - tasso *risk free* di un BTP a 10 anni pari al rendimento netto calcolato come la media dei tassi giornalieri dal 31 Dicembre 2016 al 31 Dicembre 2017;
 - *Market Risk Premium* (“MRP”) pari al 5,08%;
 - beta *unlevered* pari a 0,57 e beta *levered* pari a 0,68 la cui analisi di dettaglio è riportata in allegato;
 - è stata ipotizzata una struttura *debt/equity* dello 0,19 in funzione dell’analisi effettuata sul mercato rispetto alle società comparabili individuate di cui si riporta in allegato il dettaglio di calcolo.
- Per la finalità in oggetto abbiamo utilizzato la remunerazione del capitale proprio (Ke).

Ke ABD Airport S.p.A.	
Data di valutazione	31/12/2017 (PwC)
Risk free rate (*)	2,08%
Market risk premium (*)	5,08%
D/E	0,19
Beta unlevered	0,57
Beta levered	0,68
Risk Premium	3,44%
Small size premium (*)	3,67%
Ke	9,20%

Fonte: Elaborazioni PwC su dati Bloomberg

Determinazione del Beta

Data di riferimento: 31 Dicembre 2017
(o ultimo dato disponibile a questa data)

Company	Currency	Beta levered adj (5Y/w)	Market Cap Average 1 YTD	Min. int. & pref. eq	Equity (E)	Net Debt (D) current	Pension and other liabilities (+)	D. adj	Ref. Date (struttura finanziaria)	E/(D+E)	D/(D+E)	D/E	Beta Unlevered	Equity investments (-)	Enterprise Value
Flughafen Zurich AG	CHF	0,80	6.807,5	0,0	6.807,6	460,1	137,2	597,3	31/12/2017	92%	8%	9%	0,74	(88,7)	7.316
Aeroports de Paris	EUR	0,66	13.093,7	857,0	13950,73	3.726,0	458,0	4.184,0	31/12/2017	77%	23%	30%	0,51	(686,0)	17.449
Flughafen Wien AG	EUR	0,65	2.642,9	88,5	2.731,4	333,0	17,3	350,3	31/12/2017	89%	11%	13%	0,57	(41,0)	3.041
Fraport AG Frankfurt Airport S	EUR	0,64	6.860,9	160,6	7.021,5	3.803,4	34,2	3.837,6	31/12/2017	65%	35%	55%	0,42	(268,1)	10.591
Società Aeroporto Toscano Gali	EUR	0,51	279,9	0,2	280,1	28,5	-	28,5	31/12/2017	91%	9%	10%	0,46	(0,6)	308
Malta International Airport PL	EUR	0,90	579,2	-	579,2	(5,4)	4,4	(1,0)	31/12/2017	100%	0%	0%	0,90	-	578
Aeroporto di Venezia Marco Pol	EUR	0,48	1.132,8	9,5	1.142,3	247,0	-	247,0	30/06/2017	82%	18%	22%	0,39	(78,5)	1.311
Aena SME SA	EUR	0,74	23.499,5	5,4	23.504,9	7.156,0	59,1	7.215,1	31/12/2017	77%	23%	31%	0,56	(64,0)	30.656
Max		0,90								100%	35%	0,55	0,90		
Min		0,48								65%	0%	-	0,39		
Average		0,67								84%	16%	21%	57%		
Median		0,65								85%	15%	17%	54%		

Fonte: Elaborazione su dati Bloomberg

Valori in Euro milioni

Ai fini della determinazione del Beta della Società ci si è basati sui dati delle sue comparables. Il beta levered calcolato è il risultato della media dei beta levered delle altre società. Lo stesso procedimento è stato eseguito per la determinazione del beta unlevered. I dati così ottenuti sono stati quindi usati ai fini della determinazione del Ke.