

Orlando Nosetti

già Docente di Contabilità finanziaria e Controlling USI - Consulente aziendale

CH-6515 Gudo

MUNICIPIO di LOCARNO

R

27 OTT. 2016

trasmesso a
MUNICIPIO
SUIDER (ORIGINALE)

PARKING CENTRO - LOCARNO

Calcoli d'investimento

Mandato e definizione del compito

SWISS PRIME SITE GROUP AG (in seguito detta SPS), proprietaria del PARKING CENTRO in via Giuseppe Cattori a Locarno, ha intenzione di vendere la sua proprietà. KPMG, cui è stato affidato l'incarico di svolgere tutte le operazioni in merito, ha nel frattempo trovato un potenziale acquirente privato. Ma la CITTÀ DI LOCARNO ha un diritto di prelazione sul PARKING CENTRO.

Come proprietaria del fondo, la CITTÀ DI LOCARNO incassa annualmente un canone per il diritto di superficie, oltre alle imposte sull'utile, sulla sostanza e immobiliare. La decisione se esercitare il diritto di prelazione oppure rinunciarvi dipende dunque dal confronto dei flussi economico-finanziari dei due scenari.

Nell'intento di chiarire la questione, il Municipio mi ha perciò incaricato di valutare dal profilo economico-finanziario l'eventuale acquisto del PARKING CENTRO.

Basi e metodologia

La documentazione usata per l'analisi del progetto d'investimento è la seguente:

- Descrizione dell'oggetto in vendita e altre informazioni secondo il *Memorandum informativo confidenziale* del PROGETTO GEMMA, allestito da KPMG
- Conti economici 2011-15 del PARKING CENTRO
- Conti d'esercizio 2013-15 della TICINO PARCHEGGI SA, Locarno
- Conto consuntivo 2015 dell'AUTOSILO di Ascona
- Dati finanziari sintetici di quattro gruppi immobiliari svizzeri quotati alla Borsa di Zurigo (SWISS PRIME SITE AG, PSP SWISS PROPERTY AG, ALLREAL HOLDING AG e MOBIMO HOLDING AG).

La valutazione del progetto d'investimento è stata eseguita usando il metodo denominato *Discounted Free Cash Flow* (DFC). Il suo funzionamento è descritto succintamente in un allegato.

Analisi dei conti economici 2011-2015

Dai conti economici del PARKING CENTRO (Tab. 1) risulta che

- lo sviluppo dei ricavi totali ha conosciuto un andamento altalenante, con una tendenza generale alla diminuzione;
- lo stesso vale anche per i costi operativi monetari che però hanno registrato variazioni meno pronunciate e non sempre dello stesso segno dei ricavi;
- di conseguenza, l'EBITDA ha avuto alti e bassi, ma nel 2015 è inferiore di circa 100'000 CHF rispetto al 2011; la media dei cinque anni dà un valore di poco inferiore a 850'000 CHF.

Il confronto con i dati di TICINO PARCHEGGI SA e dell'AUTOSILO di Ascona fa emergere alcuni fatti rilevanti:

1. i costi del personale del PARKING CENTRO sono mediamente maggiori nella misura di circa 70'000 CHF: è questo indubbiamente uno spazio di risparmio se la Città di Locarno dovesse decidere l'acquisto del parcheggio;
2. anche i costi di manutenzione e riparazione sono più del doppio rispetto a quelli della TICINO PARCHEGGI SA e il 60% in più di quelli dell'AUTOSILO di Ascona: ciò è dovuto probabilmente alla maggiore anzianità del PARKING CENTRO;
3. i costi amministrativi e di vendita sono in linea con quelli della TICINO PARCHEGGI SA, mentre non figura alcuna spesa nel consuntivo dell'AUTOSILO di Ascona: un'esame più attento della loro composizione (in particolar modo gli importi registrati sotto "Onorari dell'amministrazione" – 54'000 CHF – rispettivamente "Spese fiduciarie e legali" – 37'530 CHF) porta a concludere che pure in questo settore vi siano rilevanti spazi di risparmio nel caso dell'acquisto da parte della Città di Locarno, qui stimati prudenzialmente in soli 25'000 CHF;
4. il livello dei ricavi del PARKING CENTRO è mediamente superiore del 75.4% rispetto a quello registrato dalla TICINO PARCHEGGI SA e del 55.2% nei confronti con quello dell'AUTOSILO di Ascona: considerata la capacità delle strutture (386 posti auto del PARKING CENTRO, 352 della TICINO PARCHEGGI SA) risulta evidente e facilmente comprensibile la migliore redditività conseguita dal PARKING CENTRO;

5. un altro fattore che accentua la differenza di redditività è la composizione dei ricavi: in media l'80.4% della cifra d'affari del PARKING CENTRO è dovuta alle soste brevi (più redditizie), la TICINO PARCHEGGI SA raggiunge solo il 32%; per contro, la quota degli abbonamenti è pari al 16.7% rispettivamente 64.5%.

Net Present Value nello scenario “acquisto”

I fattori determinanti per il calcolo del *Net Present Value* in questo scenario sono stati stimati così:

- ❖ il *Cash flow da attività operativa* corrisponde alla media dell'EBITDA 2011-15, cui vanno aggiunti i risparmi possibili sui costi del personale (70'000 CHF) e amministrativi (25'000 CHF); inoltre, vanno stralciati dai costi del PARKING CENTRO il canone del diritto di superficie (54'061 CHF) e le imposte immobiliari (13'818 CHF): il risultato determinante ammonta a poco più di 1 mio CHF (Tab. 1);
- ❖ in mancanza di una perizia tecnica sullo stato della struttura e quindi di un piano degli interventi necessari al buon funzionamento del parcheggio, gli investimenti di mantenimento sono ignorati;
- ❖ anche il valore residuo dell'impianto alla fine del 2050 non è stato preso in considerazione per l'impossibilità di determinarne una stima attendibile; d'altra parte, dovendo scontare tale valore per un periodo molto lungo (34 anni), sarebbe comunque risultato un importo poco rilevante;
- ❖ il costo del capitale medio ponderato (WACC), fondamentale per scontare i flussi di cassa futuri, corrisponde al 4.56%: la Tab. 2 fornisce i dettagli della stima. A tal proposito si osserva in particolare quanto segue:
 - il costo del capitale dei terzi oneroso (2.5%) corrisponde alle condizioni di una grande banca svizzera per prestiti di lungo termine a enti pubblici (25 anni): esso non deve essere defiscalizzato – come invece si fa normalmente – perché la Città di Locarno non deve alcuna imposta sull'utile di un tal investimento;
 - il costo del capitale risk free è normalmente quello dei prestiti di lunga scadenza della Confederazione Svizzera, attualmente negativo: si è preferito inserire il valore zero;
 - il premio di rischio azionario del mercato svizzero (5%) è una stima generalmente riconosciuta in calcoli di questo genere;
 - il fattore beta è stato calcolato a partire dai dati di un *cluster* di quattro gruppi immobiliari svizzeri (citati sopra), tenuto conto che l'aliquota

fiscale della Città di Locarno è nulla: la media dei fattori beta del *cluster* è 0.44 mentre l'aliquota fiscale è 27.8% e il *leverage* è 2/3;

- il premio per *Small Cap* (3.5%) è di poco inferiore al valore spesso usato;
 - i fattori di ponderazione – cioè la struttura del capitale (40% / 60%) – corrispondono a quella del *cluster* e non si discosta molto dalle raccomandazioni in materia di finanziamento degli investimenti pubblici (almeno il 60% dovrebbe essere appunto autofinanziato);
- ❖ l'investimento iniziale corrisponde al prezzo di vendita concordato da KPMG con l'investitore privato interessato all'acquisto (13.27 mio CHF);
- ❖ la durata dell'investimento corrisponde alla data termine della concessione del diritto di superficie (2050): si noti che per principio per tutta la durata considerata i valori utilizzati sono espressi in termini reali.

Dati tutti questi elementi, il *Net Present Value* ammonta a poco più di 4 mio CHF (Tab. 3). Essendo il suo valore maggiore di zero, secondo i principi del DCF l'investimento sarebbe da consigliare. Tuttavia, prima di decidere in questo senso è necessario

1. mettere a confronto lo scenario “acquisto” con quello “rinuncia all'acquisto”, cioè rinuncia a esercitare il diritto di prelazione;
2. chiarire l'entità di eventuali investimenti di mantenimento da realizzare durante l'orizzonte di previsione.

Net Present Value nello scenario “rinuncia all'acquisto”

I fattori determinanti per il calcolo del *Net Present Value* in questo caso sono costituiti da tre elementi: il canone del diritto di superficie, le imposte immobiliari e l'imposta sull'utile che la Città di Locarno continuerebbe a incassare dal nuovo proprietario. I primi due elementi sono facilmente determinabili sulla base dei conti economici, per il terzo è stato necessario fare una stima nel modo seguente

	Media 2011-15
EBITDA	848'310
Ammortamenti	-464'450
Oneri finanziari	-132'700
Imposte sull'utile netto*	-51'192
Risultato netto	199'968
*di cui alla Città di Locarno	20'344

L'ammortamento è stato calcolato a quote costanti (3.5%), gli oneri finanziari ipotizzando un finanziamento creditizio pari al 40% a un tasso del 2.5%. Le aliquote fiscali sono quelle attualmente in vigore, così come il moltiplicatore della Città di Locarno.

Il *Discounted Cash Flow* totale che risulta è uguale a poco meno di 1.5 mio CHF (Tab. 4). Esso è di circa 2.5 mio CHF inferiore al risultato dello scenario "acquisto". Ciò significa, con riserva del punto 2. nelle conclusioni del paragrafo precedente, che è meno vantaggioso rinunciare a esercitare il diritto di prelazione che non decidere l'acquisto del parcheggio.

Analisi di sensibilità

L'incertezza caratterizza le valutazioni dei progetti d'investimento. Infatti, in ogni calcolo d'investimento – come quello eseguito per il PARKING CENTRO – i vari elementi usati nella valutazione assumeranno certamente valori differenti nei consuntivi. Gli scostamenti tra le stime e i valori reali non significheranno però senz'altro che la decisione presa sulla base dei calcoli d'investimento sia stata sbagliata. Inoltre, occorre osservare che non tutti i parametri presentano lo stesso livello di rischio. Nel caso specifico, quello che appare maggiormente incerto è il livello dei ricavi che non è facilmente influenzabile da chi possiede la struttura. Certamente la Città di Locarno potrebbe – attraverso l'eliminazione di parcheggi in superficie – aumentare il tasso di occupazione del PARKING CENTRO. Ma ciò che si guadagnerebbe da una parte, si perderebbe dall'altra per lo meno se i parcheggi di superficie sono a pagamento. La tendenza alla diminuzione dei ricavi e il loro livello minimo raggiunto nel 2015 suggeriscono quindi di simulare i risultati dei calcoli d'investimento sulla base anche di una cifra d'affari pari a 1.3 mio CHF, mantenendo invece per i costi la media degli anni 2011-15 (si osservi che, per loro natura, si tratta di costi essenzialmente

fissi, cioè non dipendenti dal volume dei ricavi). L'EBITDA determinante scende quindi da 848'310 CHF a 775'322, mentre il Cash flow determinante diminuisce da 1'011'189 (Tab. 1) a 938'201 CHF. Di conseguenza il *Net Present Value* dell'opzione "acquisto" diventa 2'797'316 CHF e quello dello scenario "rinuncia all'acquisto" 1'401'171 CHF. L'esercizio del diritto di prelazione, e quindi l'acquisto della struttura da parte della Città di Locarno, appare ancora vantaggioso rispetto all'opzione opposta, ma il vantaggio si reduce specie se si considerano nella valutazione anche gli investimenti di mantenimento: in tal caso, il margine da 2.5 mio CHF scende a circa 1.4 mio CHF.

Conclusione

I calcoli presentati in questo rapporto permettono di esprimere un'opinione secondo cui sia l'opzione "rinuncia all'acquisto" sia lo scenario "acquisto" sono vantaggiosi dal profilo economico-finanziario, e che quest'ultima ipotesi è migliore a condizione che eventuali investimenti di mantenimento non siano superiori a 2.5 mio CHF rispettivamente a 1.4 mio CHF (nella variante "pessimistica"). Si osserva inoltre che l'acquisto diventa però inopportuno se gli investimenti di mantenimento dovessero superare il *Net Present Value* calcolato nella Tab. 3 rispettivamente quello della variante "pessimistica".



Orlando Nosetti

Gudo, 21 ottobre 2016

ALLEGATI

Metodo DCF

Tabella 1 Conti economici 2011-15 del PARKING CENTRO, con i valori medi rettificati

Tabella 2 Calcolo del costo del capitale

Tabella 3 Calcolo del Net Present Value nello scenario “acquisto”

Tabella 4 Calcolo del Discounted Cash Flow nello scenario “rinuncia all’acquisto”

Metodo DCF

La formula generale di calcolo è la seguente:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+i)^t} + \frac{FCF_{n+1}}{(1+i)^n} + N + L - F$$

dove:

- V = Valore dell'oggetto (*fair value*)
- FCF = *Free Cash Flow* atteso
- i = Tasso di attualizzazione
- n = Ultimo anno dell'orizzonte di previsione
- FCF_{n+1} = Valore residuo all'istante n
- N = Valore di mercato degli attivi estranei all'attività aziendale*
- L = Liquidità eccedente le necessità dell'attività corrente *
- F = Debiti finanziari esistenti alla data di riferimento*

*ininfluenti nel caso specifico

Con *Free Cash Flow* si intende la differenza tra il *Cash Flow da attività operativa* (prima degli oneri finanziari) e gli investimenti di mantenimento, cioè quegli investimenti assolutamente necessari per conservare l'efficacia e l'efficienza della struttura esistente.

Il tasso di attualizzazione è il costo medio ponderato del capitale (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*). Esso è calcolato per mezzo di questa formula:

$$WACC = i_{CT} \cdot (1 - T) \cdot \frac{CT}{CT + CP} + i_{CP} \cdot \frac{CP}{CT + CP}$$

dove

- i_{CT} = Costo del capitale dei terzi oneroso
- T = Aliquota fiscale applicata al risultato prima delle imposte
- CT = Capitale dei terzi onerosi (= debiti finanziari)
- i_{CP} = Costo del capitale proprio

CP = Capitale proprio (*fair value*)

In applicazione del cosiddetto *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), il costo del capitale proprio si ottiene aggiungendo al costo di un investimento senza rischio (generalmente le obbligazioni della Confederazione Svizzera) il premio di rischio del mercato azionario ponderato per il fattore beta¹ (β), cioè:

$$i_{CP} = i_{RISK\ FREE} + \beta \times \text{PREMIO DI RISCHIO DEL MERCATO AZIONARIO}$$

È possibile stimare il fattore β di aziende non quotate, se esistono società quotate operanti nel medesimo settore di attività (società di riferimento). Le formule da applicare sono le seguenti:

$$\text{UNLEVERED } \beta_{SR} = \beta_{SR} : [1 + (1 - T) \times Lv]$$

$$\beta_{SNQ} = \text{UNLEVERED } \beta_{SR} \times [1 + (1 - T) \times Lv]$$

dove

β_{SR} = β della società di riferimento

β_{SNQ} = β della società non quotata

T = Aliquota fiscale applicata al risultato prima delle imposte

Lv = Leverage, cioè il rapporto fra capitale dei terzi oneroso e capitale proprio

La valutazione delle piccole-medie imprese (PMI) solleva diverse questioni particolari che comportano degli adeguamenti al valore stimato, sotto forma di *discounts* e *premia*. Risulta infatti da molte ricerche empiriche che la redditività delle PMI è significativamente maggiore rispetto a quella attesa in base alla teoria del mercato dei capitali. Il cosiddetto *Small Cap Premium* è di solito preso in considerazione indirettamente, maggiorando il costo del capitale proprio. L'entità del supplemento non supera di regola il 4%.

¹ In finanza, il **beta** (β) è il coefficiente che misura il comportamento di un titolo rispetto al mercato, ovvero la variazione che un titolo storicamente assume rispetto alle variazioni del mercato.

Tabella 1

Conti economici (in CHF)	2011	2012	2013	2014	2015	Media 2011-15
Reddito netto da locazione	233'356	229'891	238'176	227'239	226'191	230'971
Canone basato sul fatturato	31'178	51'388	41'562	39'862	34'733	39'745
Parcheggio a breve termine	1'159'121	1'104'196	1'130'644	1'108'080	1'046'514	1'109'711
Totale dei ricavi	1'423'655	1'385'475	1'410'381	1'375'181	1'307'438	1'380'426
Costi del personale	198'569	207'686	207'393	219'447	221'816	210'982
Canone del diritto di superficie	54'061	54'061	54'061	54'061	54'061	54'061
Costi di manutenzione e riparazione	165'926	104'053	82'271	86'757	103'408	108'483
Premi di assicurazione	14'831	15'161	15'376	15'460	15'235	15'213
Imposte immobiliari	19'740	9'870	13'160	13'160	13'160	13'818
Luce, acqua e gas	33'145	97'287	67'064	59'319	56'771	62'717
Costi per la sicurezza	5'236	5'854	8'876	7'419	12'639	8'005
Costi amministrativi e di vendita	60'602	53'529	59'301	57'727	54'675	57'167
Altri costi d'esercizio	-130	868	340	2'024	5'252	1'671
Totale dei costi operativi	551'980	548'369	507'842	515'373	537'018	532'116
Risultato prima degli interessi, imposte sull'utile e ammortamenti (EBITDA)	871'675	837'106	902'539	859'808	770'420	848'310
Rettifiche di valore derivanti da un eventuale acquisto da parte della Città di Locarno (minori costi)						
Costi del personale						70'000
Canone del diritto di superficie						54'061
Imposte immobiliari						13'818
Costi amministrativi						25'000
Cash flow determinante (esclusi gli investimenti di mantenimento)						1'011'189

Tabella 2

Calcolo del costo del capitale	Premio rischio di mercato	Fattore Beta	Costo non ponderato	Struttura del capitale	Costo ponderato
Costo del capitale dei terzi			2.50%	40.00%	1.00%
Costo del capitale proprio					
Costo del capitale risk free			0.00%		
Premio di rischio azionario	5.00%	0.485	2.43%		
Supplemento Small Cap			3.50%		
Totale			<u>5.93%</u>	60.00%	<u>3.56%</u>
Costo medio ponderato (WACC)					<u>4.56%</u>

Tabella 3	Cash flow (a valori reali)	Fattori di sconto	Discounted Cash flow (a valori reali)
31.12.16	0	1.0000	
31.12.17	1'011'189	0.9564	967'136
31.12.18	1'011'189	0.9148	925'002
31.12.19	1'011'189	0.8749	884'704
31.12.20	1'011'189	0.8368	846'161
31.12.21	1'011'189	0.8003	809'297
31.12.22	1'011'189	0.7655	774'040
31.12.23	1'011'189	0.7321	740'318
31.12.24	1'011'189	0.7002	708'066
31.12.25	1'011'189	0.6697	677'219
31.12.26	1'011'189	0.6405	647'715
31.12.27	1'011'189	0.6126	619'497
31.12.28	1'011'189	0.5860	592'508
31.12.29	1'011'189	0.5604	566'695
31.12.30	1'011'189	0.5360	542'007
31.12.31	1'011'189	0.5127	518'394
31.12.32	1'011'189	0.4903	495'810
31.12.33	1'011'189	0.4690	474'210
31.12.34	1'011'189	0.4485	453'551
31.12.35	1'011'189	0.4290	433'791
31.12.36	1'011'189	0.4103	414'893
31.12.37	1'011'189	0.3924	396'818
31.12.38	1'011'189	0.3753	379'530
31.12.39	1'011'189	0.3590	362'996
31.12.40	1'011'189	0.3433	347'182
31.12.41	1'011'189	0.3284	332'057
31.12.42	1'011'189	0.3141	317'590
31.12.43	1'011'189	0.3004	303'754
31.12.44	1'011'189	0.2873	290'521
31.12.45	1'011'189	0.2748	277'864
31.12.46	1'011'189	0.2628	265'759
31.12.47	1'011'189	0.2514	254'181
31.12.48	1'011'189	0.2404	243'108
31.12.49	1'011'189	0.2299	232'516
31.12.50	1'011'189	0.2199	222'387
Discounted Cash Flow			17'317'278
Investimento			13'270'000
Net Present Value			4'047'278

Tabella 4	Cash flow (a valori reali)	Fattori di sconto	Discounted Cash flow (a valori reali)
31.12.16	0	1.0000	0
31.12.17	85'000	0.9564	81'297
31.12.18	85'000	0.9148	77'755
31.12.19	85'000	0.8749	74'368
31.12.20	85'000	0.8368	71'128
31.12.21	85'000	0.8003	68'029
31.12.22	85'000	0.7655	65'065
31.12.23	85'000	0.7321	62'231
31.12.24	85'000	0.7002	59'520
31.12.25	85'000	0.6697	56'927
31.12.26	85'000	0.6405	54'447
31.12.27	85'000	0.6126	52'075
31.12.28	85'000	0.5860	49'806
31.12.29	85'000	0.5604	47'636
31.12.30	85'000	0.5360	45'561
31.12.31	85'000	0.5127	43'576
31.12.32	85'000	0.4903	41'678
31.12.33	85'000	0.4690	39'862
31.12.34	85'000	0.4485	38'125
31.12.35	85'000	0.4290	36'464
31.12.36	85'000	0.4103	34'876
31.12.37	85'000	0.3924	33'356
31.12.38	85'000	0.3753	31'903
31.12.39	95'000	0.3590	34'103
31.12.40	95'000	0.3433	32'617
31.12.41	95'000	0.3284	31'196
31.12.42	95'000	0.3141	29'837
31.12.43	95'000	0.3004	28'537
31.12.44	95'000	0.2873	27'294
31.12.45	95'000	0.2748	26'105
31.12.46	95'000	0.2628	24'968
31.12.47	95'000	0.2514	23'880
31.12.48	95'000	0.2404	22'840
31.12.49	95'000	0.2299	21'845
31.12.50	95'000	0.2199	20'893
Discounted Cash Flow totale			<u>1'489'799</u>

