

Firmato digitalmente da: PAOLO GIUSEPPE
FRANCESCO TERZI
Luogo: Castellanza
Data: 03/08/2023 19:53:46

RELAZIONE SUL NUOVO PIANO 2023-2032

Aeroporto Valerio Catullo di Villafranca S.p.a.

PROFESSIONISTA INCARICATO

DOTT. PAOLO GIUSEPPE TERZI

Dottore Commercialista e Revisore Legale

21053 Castellanza (VA) - Via Monsignor Roberto Colombo n. 47

INDICE DEL DOCUMENTO

INDICE DELLE TABELLE	3
INDICE DEI GRAFICI.....	4
DEFINIZIONI.....	5
1. PREMESSE	7
1.1. IL PIANO 2021	7
1.2. L'ESIGENZA DELL'AGGIORNAMENTO DEL PIANO 2021	7
1.3. IL CONFERIMENTO DELL'INCARICO DA PARTE DI ADV.....	9
1.4. L'INDIPENDENZA DEL REDATTORE DELLA PRESENTE RELAZIONE.....	11
1.5. PRINCIPI ADOTTATI E LIMITAZIONI.....	11
1.6. L'INCERTEZZA COLLEGATA ALL'ATTUALE SITUAZIONE GEO-POLITICA ED ECONOMICA.....	13
1.6.1 IL QUADRO MACROECONOMICO	14
1.6.2 ALCUNE RIFLESSIONI SULLE PRINCIPALI VARIABILI CHE POSSONO INFLUENZARE IL NUOVO PIANO.....	17
1.7. ALTRE PREMESSE	18
2. IL GRUPPO AEROPORTO VALERIO CATULLO DI VERONA VILLAFRANCA . 19	
2.1. IL GRUPPO ADV	19
2.2. BREVE CRONISTORIA	19
2.3. SISTEMI DI CONTROLLO SOCIETARIO E DI GOVERNANCE	20
2.4. DESCRIZIONE DELL'ATTIVITÀ SVOLTA DAL GRUPPO ADV	22
2.5. IL CONTESTO NORMATIVO E REGOLATORIO IN CUI OPERA IL GRUPPO ADV.....	23
2.5.1. LA GESTIONE DEGLI AEROPORTI IN ITALIA	23
2.5.2. LE CONCESSIONI, IL MASTER PLAN E I CONTRATTI DI PROGRAMMA.....	24
2.5.3. I DIRITTI AEROPORTUALI	26
2.6. IL PIANO 2021 E IL SUO AGGIORNAMENTO SONO PIANI CONSOLIDATI	27
2.7. DATI DI BILANCIO: ANALISI DI REDDITIVITÀ ED EQUILIBRIO FINANZIARIO DEL GRUPPO NEL PERIODO 2017-2022	28
2.8. INTRODUZIONE AL NUOVO PIANO	32
3. DATA DI RIFERIMENTO, DOCUMENTI E INFORMAZIONI ASSUNTI COME BASE DELLE ANALISI.....	34
3.1. DATA DI RIFERIMENTO	34
3.2. LA DOCUMENTAZIONE PRODOTTA.....	34
3.3. ALTRE PRECISAZIONI PRELIMINARI.....	35
4. ANALISI DEI PRINCIPALI SCOSTAMENTI DEL PIANO 2021 NEL BIENNO 2021- 2022 E PRIMO CONFRONTO CON IL NUOVO PIANO	36
4.1. GLI SCOSTAMENTI ECONOMICI AL 31 DICEMBRE 2022.....	36
4.2. GLI SCOSTAMENTI PATRIMONIALI AL 31 DICEMBRE 2022	37
4.3. GLI SCOSTAMENTI DEI FLUSSI DI CASSA AL 31 DICEMBRE 2022.....	38
4.4. CONFRONTO TRA PIANO 2021 E NUOVO PIANO NEGLI ESERCIZI 2021-2030	38
5. BREVE ANALISI DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE DI PARTENZA DEL NUOVO PIANO	44
5.1. APPROFONDIMENTI SUL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO	46
5.2. APPROFONDIMENTI SUI FONDI RISCHI E ONERI	51
6. IL NUOVO PIANO INDUSTRIALE 2023-2032 DEL GRUPPO ADV	62

6.1.	METODOLOGIE DI APPROCCIO ALLA VALUTAZIONE DI UN PIANO INDUSTRIALE DI GRUPPO	62
6.2.	LE LINEE GUIDA DEL NUOVO PIANO INDUSTRIALE.....	63
6.3.	LA BU DELL' AEROPORTO DI VERONA VILLAFRANCA	68
6.3.1	LA PREVISIONE DEL TRAFFICO DELL' AEROPORTO DI VERONA	68
6.3.2	IL CONTO ECONOMICO DELL' AEROPORTO DI VERONA	70
6.3.3	IL PIANO DEGLI INVESTIMENTI DELL' AEROPORTO DI VERONA.....	76
6.4.	LA BU DELL' AEROPORTO DI BRESCIA MONTICHIARI	78
6.4.1	PREMESSA.....	78
6.4.2	LA PREVISIONE DEL TRAFFICO DELL' AEROPORTO DI BRESCIA E L'EFFETTO SUI RICAVI.....	78
6.4.3	IL CONTO ECONOMICO DELL' AEROPORTO DI BRESCIA (PIANO 2023).....	79
6.4.4	L' ADEGUAMENTO DEL PIANO DEGLI INVESTIMENTI DELL' AEROPORTO DI BRESCIA.....	84
6.5.	LE ASSUNZIONI SULLA DINAMICA DEL CIRCOLANTE	85
6.6.	I FLUSSI DI CASSA OPERATIVI PREVISTI NEL NUOVO PIANO	86
6.7.	CONCLUSIONI SUL PIANO INDUSTRIALE.....	86
7.	IL NUOVO AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE E LA SOSTENIBILITÀ FINANZIARIA DEL NUOVO PIANO	87
7.1.	I PRINCIPALI INDICATORI DEL NUOVO PIANO CONFERMANO LA SUA FINANZIABILITÀ	87
8.	LA VALUTAZIONE DI ALCUNI SCENARI PEGGIORATIVI.....	91
8.1.	INDIVIDUAZIONE DEGLI SCENARI PEGGIORATIVI ALLA BASE DELL' ANALISI DI SENSITIVITÀ.....	91
8.2.	GLI EFFETTI SUL NUOVO PIANO AL VERIFICARSI DEGLI SCENARI PEGGIORATIVI.....	92
8.3.	CONSIDERAZIONI SUL WORSENING SCENARIO.....	94
9.	CONCLUSIONI	96

INDICE DELLE TABELLE

Tabella 1 - Bilanci consolidati del Gruppo ADV dal 2017 al 2022.....	29
Tabella 2 - Scostamenti economici tra consuntivi 2021-2022 e Piano 2021	36
Tabella 3 - Scostamenti patrimoniali tra consuntivi 2021-2022 e Piano 2021.....	37
Tabella 4 - Scostamenti flussi di cassa tra consuntivi 2021-2022 e Piano 2021	38
Tabella 5 - Differenze tra Piano 2021 e Nuovo Piano nell' arco temporale 2021-2030	39
Tabella 6 - Differenze tra Nuovo Piano e Piano 2021 nel periodo 2021-2030 BU VR	40
Tabella 7 - Ebitda Nuovo Piano vs. Piano 2021 vs. nel periodo 2021-2030 BU Brescia	41
Tabella 8 - Differenze Ebitda Nuovo Piano vs. Piano 2021 nel periodo 2021-2030 BU BS	41
Tabella 9 - Deviazione investimenti Nuovo Piano vs. Piano 2021 BU Verona.....	41
Tabella 10 - Deviazione investimenti Nuovo Piano vs. Piano 2021 BU Brescia.....	42
Tabella 11 - Situazione patrimoniale consolidata al 31 dicembre 2022 del Gruppo ADV	44
Tabella 12 - Analisi posizioni clienti rilevanti scaduti al 31 dicembre 2022	47
Tabella 13 - Dettaglio dei fondi rischi e dei debiti in cont.so alla Data di Riferimento (€/000).....	51
Tabella 14 - Numero passeggeri Aeroporto di Verona per tipologia (milioni).....	69
Tabella 15 - Conto economico a livello di Ebit della BU Verona (€/mln).....	70
Tabella 16 - Piano degli investimenti BU Verona (€/mln)	76
Tabella 17 - Traffico merci della BU Brescia.....	79
Tabella 18 - Conto economico a livello di Ebit della BU Brescia	80
Tabella 19 - Incidenza percentuale dei costi sui ricavi della BU Brescia.....	81
Tabella 20 - Piano degli investimenti BU Brescia	84
Tabella 21 - Flussi di cassa operativi del Nuovo Piano al lordo delle imposte.....	86

Tabella 22 - Flussi di cassa e stima delle disponibilità liquide previsti nel Nuovo Piano.....	88
Tabella 23 - Composizione della PFN al termine di ciascun esercizio del Nuovo Piano	89
Tabella 24 - Ratio PFN/Ebitda e PFN/PN al termine di ciascun esercizio del Nuovo Piano.....	89
Tabella 25 - Evoluzione flussi di cassa operativi nell'ipotesi <i>Worsening Scenario</i>	92
Tabella 26 - Evoluzione flussi di cassa operativi nell'ipotesi <i>Worsening Scenario</i>	92
Tabella 27 - Impatti sull'Ebitda e sui flussi di cassa del <i>Worsening Scenario</i>	92
Tabella 28 - Ratio PFN/Ebitda e PFN/PN del Nuovo Piano nel <i>Worsening Scenario</i>	93
Tabella 29 - Cassa disponibile nel Nuovo Piano e nel <i>Worsening Scenario</i>	94
Tabella 30 - Finanziamenti aggiuntivi per mantenere la cassa disponibile al valore di 5 €/mln.....	94

INDICE DEI GRAFICI

Grafico 1 - Delta PFN al 2030 tra Nuovo Piano e Piano 2021	9
Grafico 2 - Organigramma societario Gruppo ADV.....	19
Grafico 3 - Organigramma ADV	20
Grafico 4 - Organigramma GDA	21
Grafico 5 - Evoluzione ricavi, Ebitda e Ebitda <i>margin</i>	30
Grafico 6 - Evoluzione Ebitda e PFN (€/mln) e ratio PFN/Ebitda.....	31
Grafico 7 - Evoluzione Patrimonio netto e PFN e ratio PFN/Patrimonio netto	31
Grafico 8 - Bridge tra risultato netto Piano 2021 e Actual esercizi 2021-2022	37
Grafico 9 - Bridge tra variazione delle disponibilità liquide Actual 2021-2022 e Piano 2021	38
Grafico 10 - <i>Ageing</i> crediti clienti ADV al 31 dicembre 2022	46
Grafico 11 - <i>Ageing</i> crediti clienti GDA al 31 dicembre 2022	48
Grafico 12 - <i>Ageing</i> debiti fornitori ADV al 31 dicembre 2022	49
Grafico 13 - <i>Ageing</i> debiti fornitori GDA al 31 dicembre 2022	50
Grafico 14 - Ricavi, Ebitda ed Ebitda <i>margin</i> a livello consolidato (€/mln)	64
Grafico 15 - Ricavi, Ebitda ed Ebitda <i>margin</i> BU Verona (€/mln)	64
Grafico 16 - Ricavi, Ebitda ed Ebitda <i>margin</i> BU Brescia (€/mln)	64
Grafico 17 - Evoluzione ricavi per BU (€/mln)	65
Grafico 18 - Evoluzione Ebitda per BU (€/mln).....	65
Grafico 19 - Evoluzione incidenza percentuale ricavi per BU.....	65
Grafico 20 - Evoluzione incidenza percentuale Ebitda per BU	66
Grafico 21 - Evoluzione capitale investito a livello consolidato (€/mln).....	66
Grafico 22 - Curve del traffico passeggeri Aeroporto di Verona (milioni).....	68
Grafico 23 - Ripartizione percentuale passeggeri Aeroporto di Verona per tipologia	69
Grafico 24 - Ricavi, Ebitda ed Ebitda della BU Verona (€/mln).....	72
Grafico 25 - Evoluzione dei ricavi <i>aviation</i> e non <i>aviation</i> al variare dei passeggeri (€/mln).....	73
Grafico 26 - Evoluzione ricavi totali, costi operativi ed Ebitda al variare dei passeggeri (€/mln).....	73
Grafico 27 - Andamento ricavi e costi operativi per passeggero (€).....	74
Grafico 28 - Ricavi ed Ebitda 2022 e prospettici della BU Brescia (€/mln).....	80
Grafico 29 - Andamento incidenza % dei costi sul fatturato	81
Grafico 30 - Tasso di interesse Euribor utilizzato per la stima degli interessi.....	87
Grafico 31 - Flussi di cassa e stima delle disponibilità liquide previsti nel Nuovo Piano	88
Grafico 32 - Evoluzione PFN, Ebitda (€/mln) e rapporto PFN/Ebitda	89
Grafico 33 - Evoluzione PFN, PN (€/mln) e rapporto PFN/PN.....	90
Grafico 34 - Evoluzione PFN, Ebitda (€/mln) e rapporto PFN/Ebitda <i>Worsening Scenario</i>	93
Grafico 35 - Evoluzione PFN, PN (€/mln) e rapporto PFN/PN <i>Worsening Scenario</i>	93

DEFINIZIONI

ADV	⇒	Significa Aeroporto Valerio Catullo di Verona Villafranca S.p.a. con sede presso l'Aeroporto Civile di Verona Villafranca a Sommacampagna, frazione Caselle (VR), codice fiscale n. 00841510233;
ART	⇒	Significa l'Autorità di Regolazione dei Trasporti, autorità amministrativa indipendente competente nel settore dei trasporti e dell'accesso alle relative infrastrutture. Tra i suoi compiti rientrano la definizione delle condizioni minime di qualità dei servizi di trasporto e dei contenuti minimi dei diritti degli utenti nei confronti dei gestori dei servizi e delle infrastrutture di trasporto;
BU Brescia	⇒	Significa la Business Unit costituita dalle attività svolte presso l'aeroporto Gabriele D'Annunzio di Brescia Montichiari;
BU Verona	⇒	Significa la Business Unit costituita dalle attività svolte presso l'aeroporto Valerio Catullo di Verona Villafranca;
Data di riferimento	⇒	Significa la data del 31 dicembre 2022, data della situazione patrimoniale su cui si basa il Nuovo Piano;
ENAC	⇒	Significa Ente Nazionale per l'Aviazione Civile: è l'autorità italiana di regolamentazione tecnica, certificazione e vigilanza nel settore dell'aviazione civile sottoposta al controllo del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti;
ENAV	⇒	Significa ENAV S.p.a.. La società opera come fornitore in esclusiva di servizi alla navigazione aerea civile nello spazio aereo di competenza italiana. È controllata dal Ministero dell'Economia e delle Finanze ed è sottoposta alla vigilanza dell'ENAC e del Ministero delle infrastrutture e dei trasporti;
GDA	⇒	Significa Gabriele D'Annunzio Handling S.p.a. con sede in Via Aeroporto n. 34, Montichiari (BS), codice fiscale n. 02313790988;

Gruppo ADV	⇒	Significa il gruppo societario formato dalla controllante Aeroporto Valerio Catullo di Verona Villafranca S.p.a. e dalla controllata Gabriele D'Annunzio Handling S.p.a.;
Nuovo Piano	⇒	Significa il Piano relativo agli esercizi 2023-2032, inclusivo del prospettato aumento di capitale sociale di euro 30 €/mln;
Piano 2021	⇒	Significa il Piano relativo agli esercizi 2021-2030, predisposto ai sensi dell'art. 14, comma 2 del Decreto Legislativo n. 175/2016 e formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione di ADV in data 28 aprile 2021.
Piano 2023-2032	⇒	Significa il Nuovo Piano;
Relazione	⇒	Significa il presente documento redatto a seguito dell'incarico formalizzato da ADV in data 7 luglio 2023, avente ad oggetto, <i>inter alia</i> , l'analisi e verifica delle assunzioni alla base del Nuovo Piano;
Relazione 2021	⇒	Significa la "Relazione sul Piano predisposto ai sensi dell'art. 14, comma 2 del D. Lgs. n. 175/2016" redatta dallo scrivente in data 28 aprile 2021;
Società	⇒	Significa Aeroporto Valerio Catullo di Verona Villafranca S.p.a. con sede presso l'Aeroporto Civile di Verona Villafranca a Sommacampagna, frazione Caselle (VR), codice fiscale n. 00841510233;
Società del Gruppo	⇒	Significa le società Aeroporto Valerio Catullo di Verona Villafranca S.p.a. e Gabriele D'Annunzio Handling S.p.a.;

1. PREMESSE

1.1. IL PIANO 2021

Nei primi mesi dell'esercizio 2021, a seguito della forte contrazione del traffico passeggeri provocato dalla Pandemia Covid-19 e degli indotti peggioramenti della situazione economica e finanziaria del Gruppo ADV, il Consiglio di Amministrazione di Aeroporto Valerio Catullo di Verona Villafranca S.p.a. ha approvato un piano di sviluppo che prevedeva al suo interno un aumento di capitale sociale di euro 35 €/mln per supportare *in primis* l'impegnativo piano di investimenti, programmati e/o previsti dagli obblighi di concessione, da realizzarsi presso gli aeroporti di Verona e Brescia. Tenuto conto della compagine societaria che vedeva una rilevante presenza pubblica¹ gli amministratori prudenzialmente hanno ritenuto di predisporre il piano ai sensi dell'art. 14, comma 2, del Decreto Legislativo n° 175 del 19 agosto 2016 e hanno richiesto allo scrivente di esprimersi in merito alla veridicità dei dati aziendali alla base del piano e alla fattibilità dello stesso, pur ciò non essendo espressamente previsto nel citato articolo 14.

Il 28 aprile 2021 il Piano 2021 venne formalmente approvato dal Consiglio di Amministrazione e lo scrivente rilasciò la Relazione 2021 e, sulla base del valore delle azioni di ADV, stimato da Mediobanca S.p.a. nel suo "Documento di valutazione", fu deliberato dall'assemblea straordinaria del 28 maggio 2021 un aumento di capitale sociale di € 35 €/mln successivamente, per la quasi totalità, sottoscritto e versato dagli originari² azionisti.

1.2. L'ESIGENZA DELL'AGGIORNAMENTO DEL PIANO 2021

Nonostante le performance economiche a livello consolidato del Gruppo ADV nel biennio 2021-2022 siano state sostanzialmente allineate alle previsioni contenute nel Piano 2021, le imprevedibili evoluzioni del contesto geopolitico e le sue ripercussioni su quello economico rendono ora necessario un aggiornamento del Piano 2021 (di seguito "Nuovo Piano" o "Piano 2023-2032") e come si vedrà un ulteriore supporto da parte degli azionisti di ADV.

¹ Sul punto si richiamano le tre note riportate in commento al capitolo 1.2. della mia precedente "Relazione sul Piano predisposto ai sensi dell'art. 14, comma 2 del D. Lgs. n. 175/2016" del 28 aprile 2021.

² Occorre ricordare che parte degli azionisti originariamente partecipavano a ADV per il tramite di Aerogest S.r.l., società liquidata poco prima dell'aumento di capitale sociale deliberato nel 2021.

Ci si riferisce in particolare:

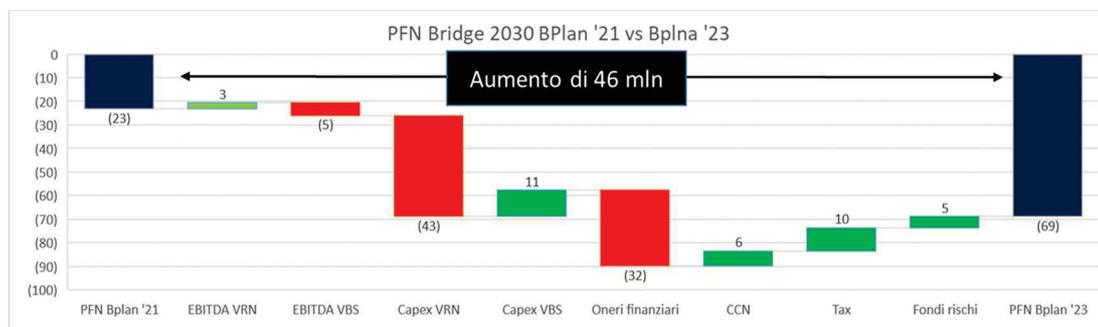
- a) all'invasione dell'Ucraina da parte della Russia che ha indotto un abnorme incremento dei costi dell'energia elettrica e del gas e ha ridotto i commerci internazionali, anche a seguito dei regimi sanzionatori introdotti;
- b) al non prevedibile incremento dei costi delle materie prime, dovuto all'effetto combinato del fortissimo aumento, principalmente in Europa, dei costi energetici, della rottura delle più importanti catene di approvvigionamento e di una ripresa post Pandemia Covid-19 caratterizzata da tassi di crescita non previsti;
- c) alla crescita dell'inflazione a livello mondiale, indotta principalmente dagli eventi citati nei due precedenti punti;
- d) alla conseguente adozione da parte di quasi tutte le Banche Centrali di una politica monetaria restrittiva. Infatti, il principale meccanismo attraverso il quale l'incremento dei tassi di interesse riduce la variazione dei prezzi è rappresentato dall'aumento del costo del debito, il quale tende a scoraggiare gli investimenti e a ridurre la domanda globale;
- e) alle tensioni tra Stati Uniti e Cina che influenzano negativamente i commerci internazionali;
- f) alla recrudescenza della Pandemia Covid-19 in Cina che oltre ad avere avuto ripercussioni sul contesto economico interno e globale ha fortemente ridotto i flussi turistici provenienti da tale paese. Ancora oggi la Cina, infatti, applica una politica estremamente restrittiva nel rilascio di visti ai suoi cittadini per viaggi all'estero.

Il *management* stima³, senza considerare alcun intervento da parte degli azionisti⁴, l'effetto negativo di tali eventi sui flussi di cassa già realizzati (2021-2022) e attesi nel periodo dell'originario Piano 2021, e quindi dal 2021 al 2030, in circa € 80 €/mln in parte bilanciati da azioni correttive e miglioramenti attesi per circa € 35 €/mln come evidenziato nel grafico incluso nel documento citato in nota e di seguito riportato.

³ Documento predisposto dal management e denominato "Business Plan 2023-2032 - Confronto con piano approvato nel 2021"

⁴ Per quanto riguarda la parte finanziaria occorre evidenziare che la simulazione ipotizza di finanziare interamente con mezzi di terzi i deficit di cassa incrementali rispetto a quelli originariamente previsti nel Piano 2021 applicando tassi di interesse obiettivamente difficilmente ottenibili in tale scenario.

Grafico 1 - Delta PFN al 2030 tra Nuovo Piano e Piano 2021



1.3. IL CONFERIMENTO DELL'INCARICO DA PARTE DI ADV

In tale contesto Aeroporto Valerio Catullo di Verona Villafranca S.p.a. (già definito "ADV") ha conferito in data 7 luglio 2023 allo scrivente Paolo Giuseppe Terzi, nato a Codogno (LO) il 24 gennaio 1963, con studio in Castellanza, via Monsignor Roberto Colombo n. 47, Dottore Commercialista iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano e Revisore Legale dei Conti, l'incarico di svolgere le seguenti attività:

"1) *Analisi e verifica delle ipotesi e assunzioni alla base del nuovo Piano 2023-2032 predisposto dal Management (di seguito il "Nuovo Piano") e che rappresenta un aggiornamento del Piano 2021-2030, nonché dei dati aziendali ivi inclusi, ai fini dell'attestazione della fattibilità del Nuovo Piano. A questo fine il Professionista dovrà condurre un'analisi che tenga conto anche di quella condotta in relazione al Piano 2021-2030, avuto riguardo agli eventi occorsi dopo l'approvazione di quest'ultimo come comunicati dal management della Società e descritti nel Nuovo Piano.*

Nell'ambito di tale fase, anche attraverso l'interlocuzione con il management, verranno analizzati (i) i dati aziendali inclusi nel Nuovo Piano, nonché (ii) le principali ipotesi ed assunzioni utilizzate dal management, verificandone la coerenza con i dati di mercato, le performance storiche, le assunzioni, le ipotesi e le risultanze del Piano 2021-2030, le azioni strategiche previste nel Nuovo Piano e le eventuali previsioni regolatorie. In particolare, saranno analizzate le ipotesi e le assunzioni relative a:

1. *necessità di aggiornamento del Piano 2021-2030 alla luce del nuovo*

scenario di mercato e delle nuove esigenze della Società;

2. *eventuali investimenti e relative tempistiche;*
 3. *ricavi aviation;*
 4. *ricavi non-aviation;*
 5. *andamento prospettico dei volumi di traffico;*
 6. *verifica delle principali voci di costo operativo.*
- 2) *Effettuazione di analisi di sensitività e vulnerabilità dei flussi di cassa e/o fabbisogni finanziari al variare delle principali ipotesi ed assunzioni alla base del Nuovo Piano, secondo scenari alternativi identificati.*
- A tal fine si riportano di seguito, a fini illustrativi e non esaustivi, le attività che verranno predisposte:*
- *identificazione, di concerto con il management della Società, delle ipotesi ed assunzioni di base del Piano oggetto di future sensitivities;*
 - *analisi di scenari alternativi volti ad identificare a quali condizioni si possano verificare criticità sui flussi di cassa e sui relativi fabbisogni di copertura finanziaria.*
- 3) *Analisi delle forme tecniche attivabili per la copertura dei fabbisogni finanziari e patrimoniali della Società, in particolare:*
- *individuazione della più idonea allocazione di risorse tra capitale di debito e capitale di rischio, anche alla luce delle condizioni richieste dagli enti finanziatori contattati dalla Società;*
 - *identificazione di una ottimale distribuzione dell'impegno tra i vari soci nell'ambito delle forme di copertura relative al capitale di rischio.⁵*

È infatti intenzione dell'organo amministrativo, una volta avuta conferma della fattibilità del Nuovo Piano, proporre all'assemblea dei soci un aumento di capitale sociale dell'importo minimo di € 30 €/mln al fine di potere accedere a nuovi finanziamenti bancari e così completare l'importante piano degli investimenti.

⁵ Si precisa che il mandato conferito espressamente non ha ad oggetto l'attestazione della veridicità dei dati aziendali, bensì solo una analisi di coerenza degli stessi con quelli alla base del Nuovo Piano.

1.4. L'INDIPENDENZA DEL REDATTORE DELLA PRESENTE RELAZIONE.

Specificata la natura della presente Relazione⁶, il sottoscritto

DICHIARA

- di essere iscritto all'Ordine dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili di Milano, Albo sezione A, dal 18 febbraio 1991, numero iscrizione 28901;
- di essere iscritto al n. 57410 del Registro dei Revisori legali in base al D.M. 12 aprile 1995, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 31bis IV serie speciale del 21 aprile 1995;
- che non sussistono in relazione alla sua persona condizioni di incompatibilità per l'espletamento dell'incarico;
- che non si trova in situazioni di conflitto di interesse nei confronti delle Società del Gruppo, dei suoi soci, dipendenti e creditori;
- che, ad eccezione della redazione della "Relazione sul Piano predisposto ai sensi dell'art. 14 comma 2 del D. lgs. n. 175/2016", non ha mai ricevuto, né sta attualmente espletando alcun incarico professionale da parte delle Società del Gruppo, ovvero partecipato agli organi di amministrazione o di controllo delle medesime;
- di non vantare crediti verso le Società del Gruppo per il periodo anteriore al conferimento del presente incarico;
- di non avere procedimenti disciplinari in corso a proprio carico o altre cause di inibizione tali da impedire l'assunzione dell'incarico.

1.5. PRINCIPI ADOTTATI E LIMITAZIONI

Nella predisposizione della presente relazione si è attinto ai principi forniti dagli organismi professionali e dalla dottrina. Pur non agendo in un contesto di crisi d'impresa nello svolgimento dell'incarico, in particolare per quanto riguarda la verifica della fattibilità del Nuovo Piano, sono state seguite anche le indicazioni metodologiche contenute nei Principi di attestazione dei piani di risanamento⁷ (di

⁶ Si specifica che la stessa non è rilasciata ai sensi di alcun articolo del Codice della Crisi d'Impresa e dell'Insolvenza (CCII) ex Decreto Legislativo 12 gennaio 2019 n. 14 e successive modifiche, non essendone stati accertati gli eventuali presupposti dagli organi preposti e in ogni caso non rientrando nell'oggetto dell'incarico conferito.

⁷ Predisposti da AIDEA Accademia Italiana di Economia Aziendale, FNC Fondazione Nazionale Commercialisti, ANDAF Associazione Nazionale Direttori Amministrativi e Finanziari, APRI Associazione Professionisti Risanamento Imprese e OCRI Osservatorio Crisi e Risanamento delle Imprese.

seguito anche “**Principi di attestazione**”), nell’ultima versione approvata con delibera del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili del 16 dicembre 2020.

Come già precedentemente specificato l’incarico non ha ad oggetto il giudizio di veridicità dei dati aziendali.

Al riguardo è utile sottolineare che il Nuovo Piano si basa su una situazione patrimoniale al 31 dicembre 2022, coincidente con il bilancio consolidato della Società a tale data, approvato dall’assemblea degli azionisti in data 27 aprile 2023 e che Deloitte S.p.a., soggetto incaricato della revisione legale, in data 12 aprile 2023 ha rilasciato un “giudizio senza modifica⁸” e quindi “senza rilievi” o “positivo”.

Per quanto attiene la fattibilità di un piano aziendale, il controllo si sostanzia in una verifica di coerenza tra le ipotesi a fondamento del piano e le conclusioni cui tali ipotesi conducono; una dichiarazione relativa alla fattibilità di eventi futuri, infatti, costituisce necessariamente esito di un giudizio prognostico in termini probabilistici e, dunque, non può in alcun modo intendersi quale attestazione di verità o veridicità, ma soltanto di coerenza logica e di probabilità⁹.

La verifica di fattibilità poggia infatti “*sulla coerenza delle ipotesi con la situazione di fatto, intesa come: coerenza storica, coerenza con le operazioni correnti, con l’assetto organizzativo, la situazione occupazionale e la capacità produttiva (in termini quali-quantitativi) e, quando le dimensioni dell’impresa lo rendano opportuno, con le attese macroeconomiche*”.¹⁰

Nel presente elaborato sono riflesse valutazioni e condizioni contrattuali, micro e macroeconomiche alla Data di Riferimento, come *infra* definita, per quanto noto alla data di rilascio del parere, le quali possono naturalmente essere soggette a cambiamento nel futuro.

Eventi, circostanze e cambiamenti futuri successivi alla data del presente documento, non previsti nel Nuovo Piano, potrebbero ovviamente aver luogo.

L’attività svolta si basa, infatti, su metodi propri della tecnica professionale che, tuttavia, fanno riferimento, in via diretta o indiretta, anche a dati economici di natura

⁸ Disciplinato dal principio di revisione internazionale (ISA Italia) n. 700 (“Formazione del giudizio e relazione sul bilancio”).

⁹ Per quanto riguarda le informazioni prospettiche un opportuno richiamo va al documento ISAE 3400 denominato “*The examination of prospective financial information*”, che focalizza l’attività dell’esperto sulla verifica delle previsioni poste a base dei dati di piano, distinguendo tra assunzioni normali relative ad eventi futuri ragionevoli e desumibili da elementi oggettivi (“*best estimate assumption*”) e assunzioni non basate su dati storici, perché, ad esempio, connesse con l’avvio di nuove attività (“*hypothetical assumption*”).

¹⁰ *Principi di attestazione*, paragrafo 6.1.2., pag. 41.

previsionale soggetti per loro natura all'aleatorietà di ipotesi di natura micro o macroeconomica, aziendale, settoriale, nonché a eventuali accadimenti imprevedibili o, semplicemente, all'incapacità dell'impresa di realizzare il piano predisposto. Eventuali divergenze dei risultati economico-patrimoniali in relazione a tali aspettative potrebbero pertanto tradursi in correlate divergenze, anche sostanziali, dalle conclusioni qui riportate.

Il lavoro è ad ogni modo fondato principalmente sui dati e sulle informazioni fornite da ADV; resta ferma, pertanto, la responsabilità dei soggetti da cui sono forniti o attinti i dati per qualsiasi errore volontario o involontario od omissione nelle informazioni fornite e per qualsiasi conseguente errore od omissione nella presente relazione.

La correttezza e la veridicità delle informazioni utilizzate per l'applicazione delle metodologie di valutazione sono state analizzate in termini di ragionevolezza e coerenza logica, nel presupposto della completezza e accuratezza dei dati forniti dal *management* di ADV. In relazione alla veridicità e completezza dei dati forniti, lo scrivente ha ricevuto dalla Società una specifica *Management letter*, come si dirà nel prosieguo.

I risultati del presente elaborato sono destinati a supportare il Consiglio di Amministrazione di ADV nella prospettata operazione di aumento del capitale sociale e non possono essere assunti per finalità diverse, né distribuiti a terzi se non previo consenso scritto dello scrivente.

1.6. L'INCERTEZZA COLLEGATA ALL'ATTUALE SITUAZIONE GEO-POLITICA ED ECONOMICA

Nello sviluppare un *business plan*, è cruciale considerare il contesto macroeconomico, che rappresenta un insieme estremamente complesso di variabili economiche, sociali e politiche che influenzano direttamente o indirettamente l'attività di un'impresa.

Di seguito verranno quindi fornite alcune informazioni, aggiornate sulla base degli ultimi dati disponibili, sul quadro macroeconomico e svolte alcune considerazioni sulle principali variabili che potrebbero influenzare l'implementazione del Nuovo Piano.

1.6.1 IL QUADRO MACROECONOMICO

L'anno scorso l'economia mondiale ha decelerato, risentendo dei bruschi rincari delle materie prime, esacerbati dal conflitto tra Russia e Ucraina, oltre che dalla recrudescenza del COVID in Cina e dalle strozzature nelle catene globali del valore.

L'economia italiana, dopo essere cresciuta rapidamente e sopra le attese nei due trimestri centrali del 2022, in autunno è stata frenata dalla contrazione nella manifattura.

L'inflazione globale ha raggiunto i valori massimi dagli ultimi quarant'anni; la dinamica dei prezzi in Italia e in Europa è stata spinta soprattutto dai rincari degli energetici.

Alla data di redazione della presente relazione lo scenario macroeconomico resta caratterizzato da una domanda mondiale in calo, elevata incertezza e condizioni finanziarie meno favorevoli per famiglie e imprese.

Le recenti stime del Fondo Monetario Internazionale (FMI) prevedono un'espansione dell'economia globale del 2,8% nel 2023 che segue l'aumento del 3,4% fatto registrare nel 2022.

Si prevede che l'inflazione globale si ridurrà al 7,0% nel 2023, rispetto all'8,7% del 2022; questo livello rimane significativamente più alto rispetto alla media storica del +4% del periodo 2000-2019.

Anche in Eurozona e in Italia, l'inflazione permane elevata, ma mostra un trend decrescente rispetto ai mesi precedenti.

Le aspettative di un'inflazione più bassa riflettono la diminuzione dei prezzi dell'energia, un alleggerimento delle tensioni sulle catene di approvvigionamento e l'intervento deciso e coordinato delle banche centrali a livello mondiale. È significativo notare che negli ultimi incontri, i banchieri centrali hanno riaffermato con determinazione l'intenzione di mantenere una politica monetaria restrittiva, pur rallentando (o bloccando) l'aumento dei tassi di riferimento.

Infatti il principale meccanismo attraverso il quale l'incremento dei tassi di interesse riduce la variazione dei prezzi è rappresentato dall'aumento del costo del debito, il quale tende a scoraggiare gli investimenti e a ridurre la domanda globale; ciò ha un effetto indiretto anche sui prezzi dell'energia. Gli effetti di questa politica monetaria restrittiva sembrano essere ancor più efficaci nel caso di politiche monetarie restrittive "coordinate", come nel contesto attuale.

Riguardo all'economia statunitense essa ha fatto registrare una crescita dello 0,5% nel primo trimestre del 2023 rispetto al trimestre precedente. Tuttavia, i segnali ambivalenti che emergono dall'analisi del contesto economico degli Stati Uniti fanno presagire la possibilità di una recessione nei prossimi trimestri, come suggerito, tra gli altri indicatori, dall'analisi della curva dei rendimenti. Al momento, l'ipotesi più accreditata è comunque quella di un "atterraggio morbido" e non di una vera e propria recessione.

In Cina, con il ritorno alla normalità delle attività economiche e sociali, la crescita annuale per la maggior parte degli indicatori di produzione e di domanda è migliorata, anche se con un ritmo leggermente più lento rispetto alle originarie previsioni.

Per sostenere l'attività economica, la Banca Centrale Cinese (PBoC) ha intrapreso una politica monetaria di riduzione dei tassi. Il Loan Prime Rate (LPR) ed il Medium-term Lending Facility (MLF), i due principali tassi di riferimento della politica monetaria cinese, si attestano rispettivamente al 3,55% e 2,65% a giugno 2023 (questi tassi erano stabili al 3,65% e 2,75% dai mesi di agosto/luglio 2022).

L'andamento generale dell'economia cinese appare solido, ma mostra alcune deboli indicazioni di instabilità, nonostante la continua ripresa post-pandemica; in base alle stime di primavera della Commissione Europea dovrebbe crescere nel biennio 2023-2024 rispettivamente del 5,5% e del 4,7%.

Gli indicatori macroeconomici per l'Europa mostrano prospettive di rallentamento. L'indice PMI manifatturiero sta peggiorando per i principali paesi dell'Eurozona con valori sotto la soglia di espansione. D'altra parte, l'indice PMI dei servizi rimane sopra la soglia di riferimento (ad eccezione della Francia), ma evidenzia un significativo calo negli ultimi mesi.

Tenendo conto di questo contesto, le previsioni dei principali istituti di ricerca e del FMI prevedono per l'Italia una crescita del PIL dell'1,1% nel 2023 e dello 0,9% nel 2024, mentre il tasso di inflazione passerà dal 6,0% del 2023 al 2,7% del 2024.

Tali previsioni sono tuttavia soggette ad un elevato grado di incertezza, in virtù dei segnali a volte contrastanti che emergono dai dati attualmente disponibili. Queste previsioni, infatti, sono influenzate sia dal contesto internazionale, sia dalla reazione di famiglie e imprese all'aumento dei tassi e a un'inflazione ancora elevata, sia, infine, dall'attuazione del PNRR.

Considerando l'attuale situazione, di seguito vengono elencati alcuni scenari migliorativi e peggiorativi dei contesti politici ed economici a supporto di una visione più completa.

Scenari migliorativi:

1. possibile attenuazione delle tensioni tra Russia e Ucraina: nel breve/medio termine potrebbe verificarsi una riduzione delle tensioni relative al conflitto, contribuendo a una maggiore stabilità nel contesto macroeconomico;
2. minore pressione salariale sull'inflazione: un ridotto impatto della componente salariale sui prezzi potrebbe ridurre il rischio di un'alta inflazione persistente;
3. politica monetaria: la Banca Centrale Europea potrebbe evitare una stretta monetaria e ci potrebbe essere una minore pressione sulla domanda interna;
4. adattamento rapido delle catene di approvvigionamento: un rapido riadattamento delle catene del valore a livello europeo e globale potrebbe ridurre la pressione su di esse, garantendo una maggiore sicurezza nell'approvvigionamento e nel commercio internazionale;
5. accelerazione della domanda interna: la crescita della domanda interna, soprattutto nel settore dei consumi, potrebbe superare le aspettative grazie a un mercato del lavoro solido, in particolare in Italia. Un mercato del lavoro resiliente combinato con una crescita salariale sostenuta potrebbe compensare in gran parte l'erosione del potere d'acquisto dopo il graduale ritiro delle misure di sostegno fiscale.

Scenari peggiorativi:

1. possibile aumento delle tensioni tra Russia e Ucraina: il conflitto potrebbe non trovare una soluzione nel breve/medio termine, mantenendo un'incertezza geopolitica;
2. impatto più significativo del previsto della politica monetaria restrittiva sull'economia reale: se le banche centrali, inclusa la BCE, proseguono con politiche monetarie restrittive a causa di un'alta inflazione persistente, potrebbe verificarsi un rischio di bassa crescita prolungata con una diminuzione dei consumi e degli investimenti a causa dei tassi di interesse elevati;
3. stress nel sistema finanziario: gli alti tassi di interesse possono mettere a dura prova le istituzioni finanziarie, con conseguenze sui risparmiatori e sulle condizioni di credito sia negli Stati Uniti che nell'Eurozona;

4. Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR): un mancato raggiungimento degli obiettivi del PNRR e la sua parziale attuazione potrebbero rallentare l'investimento e la crescita economica in Italia nel suo complesso, con possibili ripercussioni sul PIL potenziale e sulle prospettive di crescita a medio-lungo termine;
5. Economie emergenti: un aumento dei tassi di interesse globale può avere un impatto negativo sulle economie emergenti attraverso diversi canali, come la bassa crescita negli Stati Uniti e nel mondo, la svalutazione delle valute delle economie emergenti e una maggiore fragilità finanziaria;
6. normalizzazione della politica fiscale: il rientro da politiche economiche di supporto può essere complesso. I decisori politici dovranno trovare un equilibrio tra politiche macroeconomiche attentamente calibrate per gestire l'inflazione evitando al contempo volatilità o tensioni aggiuntive nei mercati finanziari;
7. canali di trasmissione della politica monetaria: fattori strutturali come l'elevato livello di famiglie indebitate a tasso fisso o un'economia dominata dal settore dei servizi possono ostacolare i meccanismi di trasmissione della politica monetaria, richiedendo quindi più tempo per manifestare i loro effetti.

1.6.2 ALCUNE RIFLESSIONI SULLE PRINCIPALI VARIABILI CHE POSSONO INFLUENZARE IL NUOVO PIANO

Dall'analisi del contesto geopolitico ed economico e delle sue possibili evoluzioni sopra sommariamente descritto a parere dello scrivente discendono le seguenti preliminari considerazioni:

- a) lo scenario peggiore è rappresentato da una *escalation* del conflitto tra Russia e Ucraina con l'utilizzo di armi nucleari che porterebbe ad una significativa contrazione dei movimenti merci e passeggeri con le inevitabili conseguenze;
- b) gli ultimi dati disponibili mostrano un rientro dell'inflazione ed in particolare delle fonti energetiche¹¹ il che dovrebbe portare ad un allentamento delle politiche restrittive attuate dalle Banche Centrali con conseguente diminuzione *in primis* del costo dei finanziamenti bancari.

¹¹ Il prezzo del gas naturale quotato al TTF (Title Transfer Facility) di Amsterdam ha registrato un netto calo nel corso della prima metà del 2023. A maggio 2023, infatti, la quotazione dell'indice è stata di 0,339 €/Smc, tornando ai livelli di luglio 2021.

Riguardo alla probabilità di accadimento dello scenario descritto al punto a) ad oggi nessuno è in grado di esprimersi su basi oggettive, al contrario quasi tutte le diplomazie mondiali sono attive per scongiurarlo.

Riguardo invece allo scenario delineato al precedente punto b) si ritiene che lo stesso sia al momento il più probabile il che potrebbe avere risvolti positivi per il Gruppo ADV in termini di risparmi sia sul lato degli investimenti che dei costi operativi, in particolare quelli energetici, che del costo dei finanziamenti bancari, anche se al momento in cui si scrive non si è in grado di valutare le conseguenze sull'inflazione della recentissima decisione della Russia di non rinnovare gli accordi per permettere il transito delle navi che trasportano grano attraverso il Mar Nero.

1.7. ALTRE PREMESSE

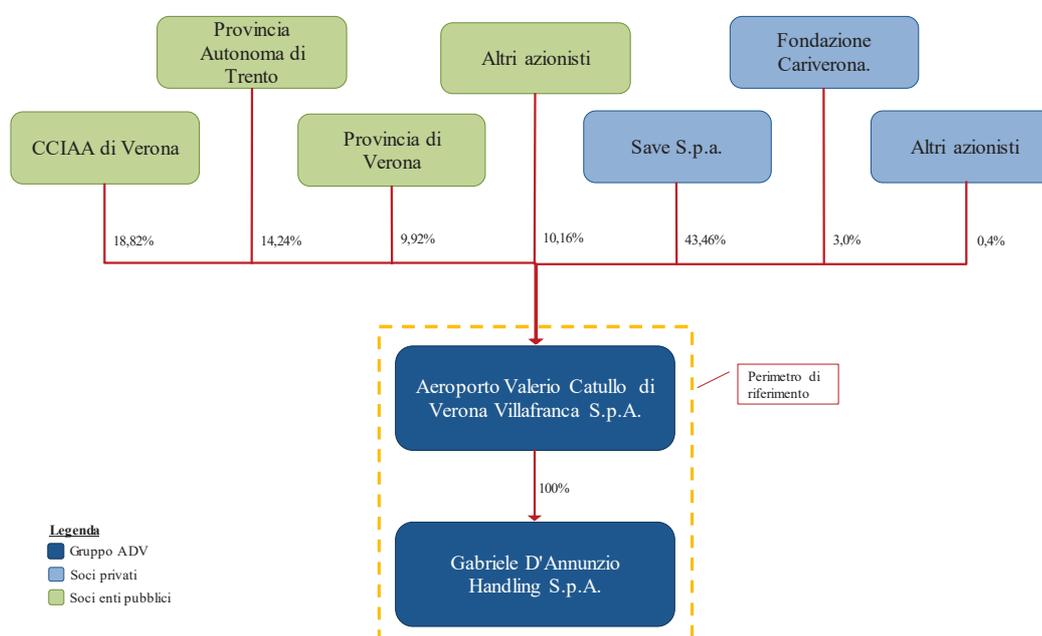
Nell'ambito della presente Relazione verranno riproposte alcune informazioni e descrizioni già contenute nella Relazione 2021 ritenendo che questo processo di ripetizione e riconsiderazione dei dati sia essenziale per garantire una migliore comprensione degli argomenti trattati.

2. IL GRUPPO AEROPORTO VALERIO CATULLO DI VERONA VILLAFRANCA

2.1. IL GRUPPO ADV

Il grafico che segue riporta il perimetro di riferimento della presente relazione e l'attuale composizione della compagine sociale di ADV.

Grafico 2 - Organigramma societario Gruppo ADV



2.2. BREVE CRONISTORIA

ADV fu costituita alla fine del 1978 e ha come oggetto sociale «*lo sviluppo, progettazione, realizzazione, adeguamento, gestione, manutenzione ed uso degli impianti e delle infrastrutture per l'esercizio dell'attività aeroportuale*».

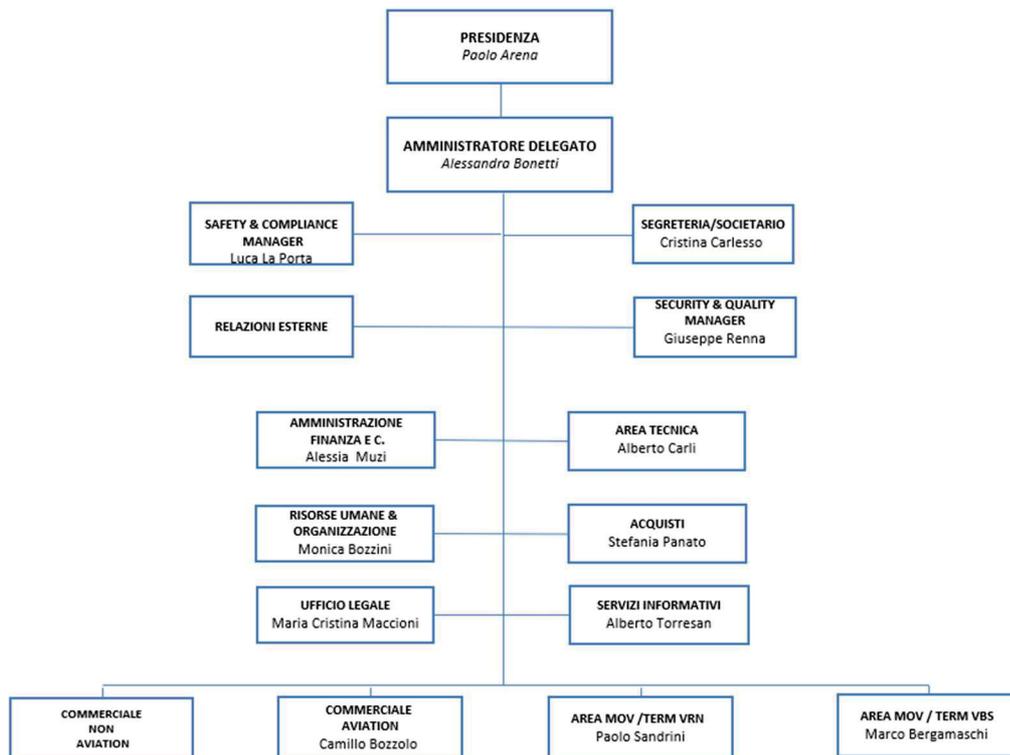
GDA, invece, fu costituita nel giugno del 2002 mediante conferimento da parte di ADV - socio unico di GDA - del ramo d'azienda afferente la gestione dei servizi aeroportuali, infatti ha come proprio oggetto sociale «*lo scopo di svolgere, in Italia ed all'estero, nell'ambito degli aeroporti aperti al traffico aereo e civile, tutte le attività di gestione dei servizi aeroportuali e le attività loro connesse e complementari al traffico aereo e in specie lo svolgimento di servizi di assistenza a terra dei vettori aerei.*».

2.3. SISTEMI DI CONTROLLO SOCIETARIO E DI GOVERNANCE

L'esame dei sistemi di controllo societario e di *governance* ha un'importanza basilare nel processo di verifica di un piano. Ciò in quanto in generale, più le varie disposizioni di legge e le *best practices* in merito ai sistemi di corretta *governance* sono applicate, minore è il rischio di passività potenziali e d'inattendibilità contabili. Il sistema di controllo interno, d'altronde, è l'insieme dei processi diretti a monitorare l'efficienza delle operazioni aziendali, l'affidabilità delle informazioni finanziarie, il rispetto di leggi e regolamenti, nonché a salvaguardare i beni aziendali, sotto la responsabilità dell'organo amministrativo.

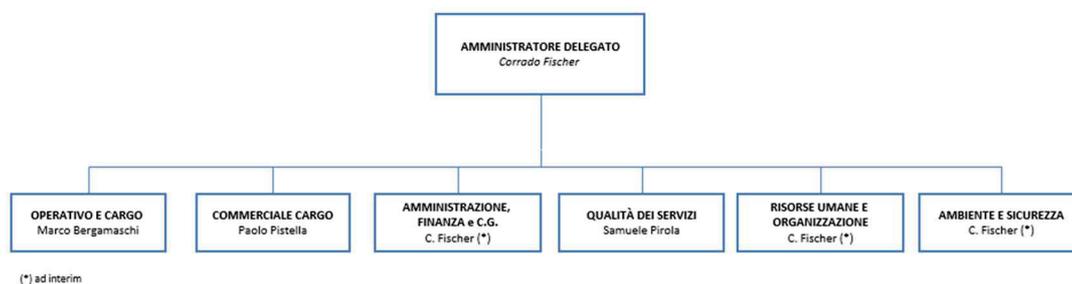
Più in particolare la struttura organizzativa aziendale di ADV, che si ricorda essere amministrata da un consiglio di amministrazione recentemente rinnovato, è la seguente:

Grafico 3 - Organigramma ADV



Mentre quella di GDA, sempre governata di un consiglio di amministrazione, è così strutturata:

Grafico 4 - Organigramma GDA



In particolare il sistema di Amministrazione, Finanza e Controllo garantisce la corretta funzionalità dei processi di pianificazione e *budgeting*, nonché la gestione del modello di controllo e l'analisi delle performance e dei relativi scostamenti.

Di fatto supporta le decisioni aziendali attraverso la predisposizione di periodici reporting relativi alle *performance* economiche-finanziarie.

Le Società del Gruppo hanno inoltre istituito l'Organismo di Vigilanza sulla base di quanto previsto dal D. Lgs. n. 231/2001.

Le principali funzioni ad esso attribuite possono essere così sintetizzate:

- vigilanza sul funzionamento e l'osservanza del Modello;
- aggiornamento del Modello e del sistema di identificazione, mappatura e classificazione delle attività sensibili;
- verifica e valutazione dell'idoneità del Sistema Disciplinare;

L'Organismo di Vigilanza dispone di tutti i poteri di iniziativa e di controllo nell'ambito societario affinché possa svolgere in modo indipendente le funzioni previste nel Modello e i relativi successivi provvedimenti assunti in attuazione dello stesso.

A riprova dell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, il sistema amministrativo contabile delle Società del Gruppo ha dato riscontri positivi e, ciò nonostante, talune complessità dell'attività esercitata. Le richieste di produzione documentale, di elaborazione informatica dei dati e dei prospetti integrativi poste in essere dallo scrivente sono state prontamente soddisfatte.

In conclusione, nel complesso, è possibile affermare che le Società del Gruppo siano dotate di una buona struttura di *governance* e controllo che fa ritenere a chi scrive che il sistema di controllo contabile sia affidabile e che vi siano tutte le condizioni organizzative interne per implementare il Nuovo Piano in maniera efficace.

2.4. DESCRIZIONE DELL'ATTIVITÀ SVOLTA DAL GRUPPO ADV

L'attività del Gruppo ADV è costituita dalla gestione degli aeroporti Valerio Catullo di Verona Villafranca e Gabriele D'Annunzio di Brescia Montichiari, il primo dedicato principalmente al traffico passeggeri, e il secondo quasi interamente destinato alla movimentazione delle merci.

I due aeroporti sono due *business unit* separate, già definite come BU Verona e BU Brescia, e come tali sono state considerate nella predisposizione del Nuovo Piano.

I ricavi a loro volta possono essere suddivisi in due macro-classi:

a) i ricavi derivanti dalle attività c.d. *aviation*, che a loro volta possono essere suddivise in:

- “*aviation* in senso stretto”, rappresentate dalle attività aeroportuali “*core*” di supporto all'aviazione passeggeri e merci e comprendono la gestione, lo sviluppo e la manutenzione delle infrastrutture centralizzate e degli impianti degli aeroporti, l'offerta ai clienti degli aeroporti dei servizi e delle attività connesse all'approdo e alla partenza degli aeromobili, nonché dei servizi di sicurezza aeroportuale;
- *handling* (servizi di assistenza a terra), rappresentate dalle attività commerciali complementari, accessorie o strumentali alla prestazione di trasporto aereo, svolte in ambito aeroportuale, le operazioni funzionali al decollo e all'approdo degli aeromobili, nonché alla partenza ed all'arrivo dei passeggeri e delle merci. Vengono svolte sia area “*airside*” (fra cui imbarco/sbarco di passeggeri, bagagli e merci, bilanciamento aeromobili, smistamento e riconcilio bagagli, guida al parcheggio rifornimenti, etc.) sia in area “passeggeri” (servizi di biglietteria, fra cui *check-in* e *lost & found*, informazioni, etc.),

strettamente correlati al numero dei passeggeri e delle merci trasportate, al netto degli incentivi commerciali riconosciuti ai vettori e finalizzati all'incremento del traffico.

b) i ricavi derivanti dalle attività c.d. *non-aviation*, ricomprendenti principalmente i proventi derivanti dalle subconcessioni degli spazi commerciali, dalle concessioni pubblicitarie, dai parcheggi auto e dagli affitti di uffici, magazzini e *hangar*.

Da un punto di vista operativo, l'*handling* dei bagagli e delle merci presso la BU Verona è gestito da società esterne al gruppo che provvedono a fatturare direttamente i servizi, mentre presso la BU Brescia l'*handling* viene svolto dalla controllata GDA, che a sua volta fattura direttamente ai fruitori dei servizi.

Per quanto riguarda i principali rapporti infragruppo tra ADV e GDA sono da evidenziare:

- l'addebito da GDA ad ADV dei servizi di presidio dell'aeroporto;
- l'addebito da ADV a GDA dei canoni di locazione relativi agli uffici, magazzini e spogliatoi utilizzati da quest'ultima per lo svolgimento delle sue attività, nonché il riaddebito di parte dei servizi centralizzati.

2.5. IL CONTESTO NORMATIVO E REGOLATORIO IN CUI OPERA IL GRUPPO ADV

2.5.1. LA GESTIONE DEGLI AEROPORTI IN ITALIA

Prima di analizzare le linee guida del Nuovo Piano del Gruppo ADV pare opportuno premettere una breve descrizione del quadro regolamentare che disciplina la gestione degli aeroporti in Italia per quanto di interesse per la redazione della presente relazione. Le procedure di affidamento della gestione degli aeroporti vedono il coinvolgimento dell'Ente Nazionale per l'Aviazione Civile (ENAC) e del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti.

Spetta a ENAC, che rappresenta l'Autorità di regolazione tecnica, certificazione, vigilanza e controllo nel settore dell'aviazione civile in Italia, il compito di effettuare l'istruttoria e predisporre le convenzioni per dare in gestione gli aeroporti, mentre spetta al Ministero il rilascio della concessione per la gestione totale aeroportuale a società di capitali, dopo una selezione effettuata tramite procedura di gara ad evidenza pubblica, secondo la normativa europea.

Inoltre spetta a ENAC, ferma restando la normativa generale applicabile alla realizzazione di opere pubbliche, l'approvazione dei progetti di costruzione, di ampliamento, di ristrutturazione, di manutenzione straordinaria e di adeguamento delle infrastrutture aeroportuali, nel rispetto delle funzioni di pianificazione, programmazione e di indirizzo del Ministro delle Infrastrutture e dei Trasporti.

2.5.2 LE CONCESSIONI, IL MASTER PLAN E I CONTRATTI DI PROGRAMMA

I rapporti con le società di gestione aeroportuale sono regolati nell'ambito delle concessioni sopra indicate, la cui durata massima è stabilita dall'articolo 704 del codice della navigazione in quaranta anni.

La concessione dell'aeroporto di Verona Villafranca, di cui al Decreto Interministeriale n. 133T del 2 maggio 2008 scadrà nell'anno 2050, essendo stata recentemente prorogata di 2 anni, mentre quella dell'aeroporto di Brescia Montichiari, di cui al Decreto Interministeriale n. 104 del 18 marzo 2013, divenuta poi efficace nel 2016 e anch'essa recentemente prorogata, verrà a scadenza nell'anno 2055.

L'affidamento in concessione è subordinato alla sottoscrizione di una convenzione fra il gestore aeroportuale e ENAC, nel rispetto delle direttive emanate dal Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti.

La convenzione, secondo la definizione di ART (Autorità di Regolazione dei Trasporti), contenuta nell'Allegato A alla delibera n. 118/2019, disciplina i diritti e gli obblighi delle parti, derivanti dall'affidamento in concessione al gestore aeroportuale della conduzione, manutenzione ed uso dei beni facenti parte del sedime aeroportuale. Tra gli obblighi del gestore previsti dalla convenzione vi è la presentazione del Piano di Sviluppo Aeroportuale (c.d. Master Plan). Il Master Plan, secondo la definizione di ART (Allegato A alla delibera n. 118/2019), è lo strumento di pianificazione tecnico-urbanistica dello sviluppo delle infrastrutture aeroportuali, di norma definito su un arco temporale di 15 anni, sulla base delle previsioni di crescita del traffico aereo, al fine di garantire il costante mantenimento dei livelli di sicurezza operativa e di qualità dei servizi resi agli utenti.

Il Master Plan viene preventivamente valutato dall'ENAC e successivamente inoltrato alle amministrazioni competenti per le autorizzazioni di carattere ambientale, paesaggistico, e urbanistico.

La convenzione, secondo le previsioni dell'articolo 704 del Codice della navigazione, contiene inoltre le modalità di definizione ed approvazione dei programmi quadriennali di intervento, che possono essere aggiornati annualmente, il termine, almeno quadriennale, per la verifica della sussistenza dei requisiti soggettivi e oggettivi e delle altre condizioni che hanno determinato il rilascio del titolo, compresa la rispondenza dell'effettivo sviluppo e della qualità dei servizi resi agli operatori e agli

utenti, alle previsioni contenute nei piani di investimento di cui all'atto di concessione, le sanzioni e le altre cause di decadenza o revoca della concessione, nonché le disposizioni necessarie alla regolazione ed alla vigilanza e controllo del settore.

In attuazione della normativa vigente il gestore aeroportuale redige il piano degli interventi, definito da ART (Allegato A alla delibera n. 118/2019) come il documento redatto dal gestore aeroportuale per il periodo di vigenza del contratto di programma che include: le previsioni di traffico, il piano degli investimenti e il piano economico e finanziario.

Le convenzioni per gli aeroporti di Verona Villafranca e Brescia Montichiari sono state sottoscritte rispettivamente in data 30 aprile 2008 e 23 giugno 2010.

Per quanto riguarda il Master Plan dell'aeroporto di Verona Villafranca risulta definitivamente approvato in data 8 novembre 2019, mentre quello riguardante l'aeroporto di Brescia Montichiari è stato approvato nel corso del 2019 in via tecnica da ENAC, mentre alla data di redazione della presente Relazione la procedura di Valutazione di Impatto Ambientale è alla firma dei ministeri competenti.

L'ultimo contratto di programma dell'aeroporto di Verona Villafranca è stato siglato in data 29 novembre 2016; riguardo al secondo quadriennale 2020-2023, ha già avuto in data 20 dicembre 2019 l'approvazione da parte di ENAC e la Società è in attesa della sottoscrizione. Allo stesso modo non risulta ancora sottoscritto quello relativo all'aeroporto di Brescia Montichiari.

Le società di gestione aeroportuale sono tenute a corrispondere annualmente all'ENAC, dei canoni di concessione, determinati in base ai dati di traffico, passeggeri e merci, che vengono pubblicati annualmente dall'ENAC e percepiscono tutte le entrate dirette ed indirette derivanti dall'esercizio aeroportuale e dalla utilizzazione delle aree demaniali.

I canoni di concessione aeroportuale corrisposti nell'anno 2022 da ADV sono stati pari a c.a. 1,8 €/mln per l'aeroporto di Verona e 36 €/k per l'aeroporto di Brescia.

Nell'anno 2032 nel Nuovo Piano è previsto un canone di concessione aeroportuale di 4,4 €/mln per l'aeroporto di Verona e di 118 €/k per l'aeroporto di Brescia.

2.5.3 I DIRITTI AEROPORTUALI

Secondo la definizione dell'ART (Allegato A alla delibera n. 118/2019) i diritti aeroportuali sono i prelievi, riscossi a favore del gestore aeroportuale e pagati dagli utenti dell'aeroporto, per l'utilizzo delle infrastrutture e dei servizi che sono forniti esclusivamente dal gestore aeroportuale e che sono connessi all'atterraggio, al decollo, all'illuminazione e al parcheggio degli aeromobili, e alle operazioni relative ai passeggeri e alle merci (articolo 2, punto 4, della direttiva 2009/12/CE), nonché all'utilizzo delle infrastrutture centralizzate, dei beni di uso comune e di uso esclusivo (articolo 72, comma 1, lettera d, del decreto-legge 24 gennaio 2012, n.1, convertito con legge 24 marzo 2012, n. 27).

L'articolo 3 della direttiva Direttiva 2009/12/CE, recepito con l'art. 75 del decreto legge n. 1/2012, dispone che *"Gli Stati membri provvedono affinché i diritti aeroportuali non creino discriminazioni tra gli utenti dell'aeroporto, conformemente al diritto comunitario. Ciò non esclude tuttavia che "gli incentivi per avviare nuove rotte in modo da promuovere, tra l'altro, lo sviluppo delle regioni svantaggiate e ultra periferiche dovrebbero essere concessi solo in conformità del diritto comunitario"*.

Nel quadro del rapporto concessorio, la società di gestione aeroportuale riscuote i diritti aeroportuali che vengono versati dalle compagnie aeree, per consentire alle società di gestione il recupero del costo delle infrastrutture e dei servizi connessi all'esercizio degli aerei e alle operazioni relative ai passeggeri e alle merci. Rientrano tra i diritti aeroportuali il diritto di approdo e di partenza degli aeromobili, il diritto per il ricovero o la sosta allo scoperto di aeromobili e il diritto per l'imbarco passeggeri.

La materia della determinazione dei diritti aeroportuali è stata modificata dagli articoli 71-82 del decreto-legge n. 1/2012 che ha recepito la direttiva 2009/12/CE, la quale ha istituito un quadro comune per la disciplina dei diritti aeroportuali. Le norme di recepimento hanno disposto l'applicazione della nuova normativa a tutti gli aeroporti nazionali, senza distinzioni in relazione al volume di traffico. La nuova normativa ha previsto che l'importo dei diritti in tutti gli aeroporti aperti al traffico commerciale sia determinato, in un quadro di libera concorrenza, attraverso il confronto fra gestori e le compagnie operanti nello scalo, sulla base dei modelli tariffari adottati dall'Autorità di Regolazione dei Trasporti e calibrati sul traffico annuo (in luogo del sistema precedente che vedeva i diritti determinati nell'ambito dei contratti di programma

sottoscritti tra ENAC e gestori aeroportuali), con approvazione finale da parte dell'Autorità di Regolazione dei Trasporti, che verifica anche la conformità ai modelli tariffari dei diritti adottati da parte dei vari gestori aeroportuali.

Il meccanismo sopra descritto è divenuto operativo solo dopo l'approvazione (con Delibera n. 64 del 17 settembre 2014), da parte dell'Autorità di Regolazione dei Trasporti, dei Modelli tariffari di riferimento.

La Società nel corso del 2020 ha espletato tutte le attività previste dalla normativa per la revisione delle tariffe applicate nel periodo 2020-2023 sullo scalo di Verona e in data 28 settembre 2020 l'Autorità di Regolazione dei Trasporti (ART), con Delibera 163/2020, ha deliberato la conformità definitiva al Modello tariffario di riferimento della nuova proposta di revisione dei diritti aeroportuali.

Per quanto riguarda lo scalo di Brescia, i diritti aeroportuali attualmente in vigore sono invece le c.d. tariffe ministeriali.

L'Autorità di Regolazione dei Trasporti con propria Delibera 80/2022 in data 12 maggio 2022 ha indetto la consultazione pubblica per la revisione dei modelli di regolazione dei diritti aeroportuali in essere, procedimento avviato in data 23 marzo 2022 con Delibera n. 42/2022; il procedimento si è concluso con le deliberazioni n. 38 /2023 e n. 39/2023 del 9 marzo 2023 che prevedono l'applicazione di nuovi modelli di regolazione dei diritti aeroportuali a tutti i procedimenti di revisione tariffaria avviati a partire dal 1 aprile 2023.

Il nuovo Modello tariffario sarà applicato nel prossimo periodo regolatorio 2024-2027 e conferma le regole fondamentali già previste nei Modelli 2017.

Le principali modifiche riguardano la trasparenza delle regole di incentivazione, le informazioni e le regole nella consultazione pubblica, il tasso di elasticità per la definizione dei costi operativi e alcune altre minori metodologie tecniche.

Il WACC approvato da ART per la prossima regolamentazione è pari al 5,8%.

2.6. IL PIANO 2021 E IL SUO AGGIORNAMENTO SONO PIANI CONSOLIDATI

Occorre confermare che il Nuovo Piano è stato predisposto su base consolidata in quanto l'unica partecipata operativa di ADV è GDA, società controllata direttamente al 100% e soggetta a direzione e coordinamento ai sensi degli articoli 2497 - 2497septies del cod. civ..

Tra le due società è in essere, ed è previsto che permanga per tutta la durata del Nuovo Piano, un contratto di *cash pooling* che di fatto riconduce all'entità Gruppo ADV la gestione delle risorse finanziarie; ne consegue che eventuali necessità di patrimonializzazione della partecipata da parte di ADV, peraltro già intervenuti anche nel recente passato, in forza dell'accentramento della gestione della tesoreria non hanno un'incidenza sul Nuovo Piano.

2.7. DATI DI BILANCIO: ANALISI DI REDDITIVITA' ED EQUILIBRIO FINANZIARIO DEL GRUPPO NEL PERIODO 2017-2022

Trattandosi di un piano di gruppo di seguito sono riportati i bilanci consolidati degli esercizi dal 2017 al 2022.

In seguito si avrà modo di entrare più in dettaglio sulle singole *business unit*.



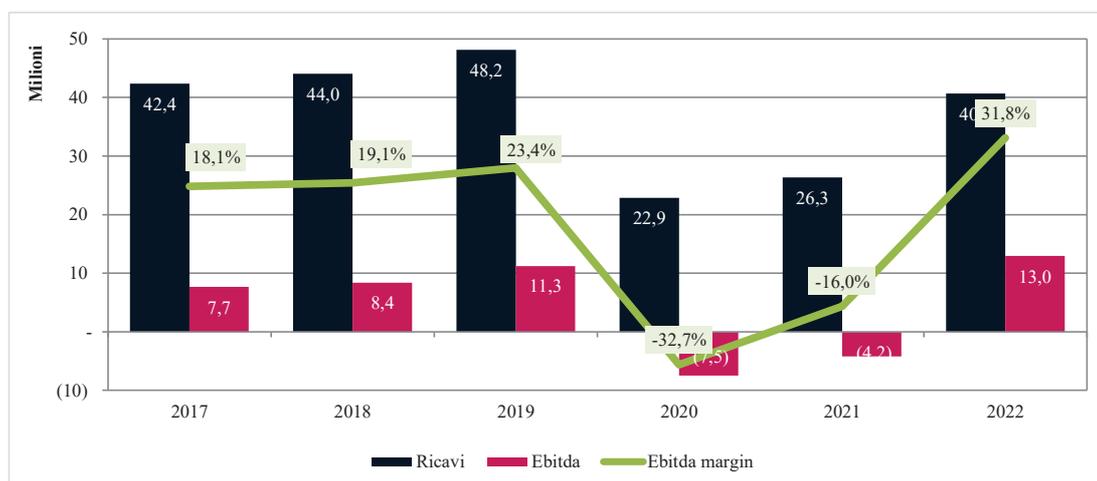
Tabella 1 - Bilanci consolidati del Gruppo ADV dal 2017 al 2022

STATO PATRIMONIALE	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Immobilizzazioni immateriali	2.019.971	2.359.936	2.933.218	2.948.443	3.079.996	2.732.213
Immobilizzazioni materiali	63.357.067	75.728.096	81.380.129	83.842.484	92.478.146	103.497.791
Immobilizzazioni finanziarie	86.255	102.373	77.906	74.379	76.891	74.733
Totale immobilizzazioni	65.463.293	78.190.405	84.391.253	86.865.306	95.635.033	106.304.737
Rimanenze	-	-	-	-	19.996	155.073
Crediti	12.764.982	22.587.752	22.658.177	20.838.649	23.671.191	24.824.041
Imposte anticipate	9.436.000	8.974.040	8.478.780	8.731.791	9.065.505	8.699.483
Attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni	-	-	-	-	5.355	540.444
Disponibilità liquide	16.610.514	10.462.431	7.204.126	6.704.032	29.066.577	20.114.013
Totale attivo circolante	38.811.496	42.024.223	38.341.083	36.274.472	61.828.624	54.333.054
Ratei e risconti attivi	224.113	136.060	155.711	125.157	122.524	132.143
Totale ratei e risconti	224.113	136.060	155.711	125.157	122.524	132.143
Totale Attivo	104.498.902	120.350.688	122.888.047	123.264.935	157.586.181	160.769.934
Capitale sociale	52.317.408	52.317.408	52.317.408	52.317.408	86.323.688	86.323.688
Riserva da sovrapprezzo	15.253.332	15.253.332	15.253.332	15.253.332	5.199.722	5.199.722
Riserve di rivalutazione	-	-	-	3.814.108	3.814.108	3.814.108
Riserva legale	881.834	923.467	923.467	1.030.318	1.030.318	1.030.318
Riserva straordinaria	1.382.654	1.382.654	1.382.658	1.382.652	-	-
Riserva da arrotondamento	2	1	-	-	-	(2)
Riserva da consolidamento	(14.967.899)	(14.967.899)	(14.967.899)	(14.967.899)	(14.967.899)	(14.967.898)
Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	-	-	-	(83.391)	4.070	410.737
Utili (perdite) portati a nuovo	(18.963.761)	(17.901.530)	(24.495.505)	(22.193.470)	(22.045.577)	(32.729.335)
Utile (perdita) dell'esercizio	1.103.862	(6.593.974)	2.408.886	(12.370.389)	(10.684.658)	2.598.721
Totale patrimonio netto	37.007.432	30.413.459	32.822.347	24.182.669	48.673.772	51.680.059
Fondo strumenti finanziari derivati passivi	-	-	-	109.725	-	-
Altri	13.069.855	21.239.511	22.076.870	22.870.561	23.564.564	27.022.783
Totale fondo per rischi ed oneri	13.069.855	21.239.511	22.076.870	22.980.286	23.564.564	27.022.783
TFR	3.277.078	1.392.651	1.360.539	1.359.314	1.330.868	1.232.792
TFR	3.277.078	1.392.651	1.360.539	1.359.314	1.330.868	1.232.792
Debiti vs banche	1.000.000	11.045.916	16.960.844	28.567.899	26.257.448	21.902.552
Acconti	-	541.442	513.490	439.070	378.855	377.106
Debiti vs fornitori	18.516.165	23.005.909	15.921.155	13.471.392	22.418.108	23.101.395
Debiti tributari	515.568	489.415	577.178	678.153	533.621	540.576
Debiti vs istituti di previdenza	735.670	723.311	772.442	922.530	799.131	760.572
Altri debiti	30.204.489	30.955.136	31.708.315	30.516.049	33.348.637	33.843.561
Totale debiti	50.971.892	66.761.129	66.453.424	74.595.093	83.735.800	80.525.762
Ratei e risconti passivi	172.645	543.938	174.867	147.573	281.177	308.538
Totale ratei e risconti	172.645	543.938	174.867	147.573	281.177	308.538
Totale Passivo	104.498.902	120.350.688	122.888.047	123.264.935	157.586.181	160.769.934

CONTO ECONOMICO	2017	2018	2019	2020	2021	2022
ricavi delle vendite	42.378.410	44.044.570	48.175.584	22.862.039	26.343.865	40.698.624
incrementi di immobilizzazioni per lavori interni	-	355.081	481.212	184.876	414.282	422.739
altri	2.310.706	2.358.280	2.250.010	1.226.175	1.850.792	12.638.301
Valore della produzione	44.689.116	46.757.931	50.906.806	24.273.090	28.608.939	53.759.664
per materie prime	1.242.987	1.269.549	1.331.763	813.496	729.463	1.226.530
per servizi	21.335.632	22.281.040	23.455.211	18.783.622	19.357.140	24.040.008
per godimento di beni di terzi	2.461.931	2.783.631	2.909.812	1.292.241	1.621.710	2.760.038
per il personale	11.256.955	11.141.987	11.361.395	10.264.137	10.523.597	11.936.594
ammortamenti e svalutazioni	5.219.143	5.124.765	6.048.968	3.374.348	4.530.384	6.051.236
variazione delle rimanenze di materie prime	-	-	-	-	(19.996)	(135.078)
accantonamenti per rischi	353.239	7.887.765	129.607	148.289	372.607	2.323.601
altri accantonamenti	866.400	1.057.000	1.233.000	1.020.000	1.130.000	1.323.000
oneri diversi di gestione	717.865	888.034	596.013	585.669	622.357	972.488
Costi della produzione	43.454.152	52.433.771	47.065.769	36.281.802	38.867.262	50.498.417
Differenza tra valore e costi della produzione	1.234.964	(5.675.840)	3.841.037	(12.008.712)	(10.258.323)	3.261.247
Proventi e oneri finanziari	(145.352)	(212.466)	(478.095)	(636.136)	(767.873)	(641.266)
Rettifiche di valore di attività finanziarie	(58.209)	-	-	-	-	-
Proventi e oneri straordinari	-	-	-	-	-	-
Risultato prima delle imposte	1.031.403	(5.888.306)	3.362.942	(12.644.848)	(11.026.196)	2.619.981
Imposte	72.459	(705.668)	(954.056)	274.459	341.538	(21.260)
Utile (perdita) dell'esercizio	1.103.862	(6.593.974)	2.408.886	(12.370.389)	(10.684.658)	2.598.721

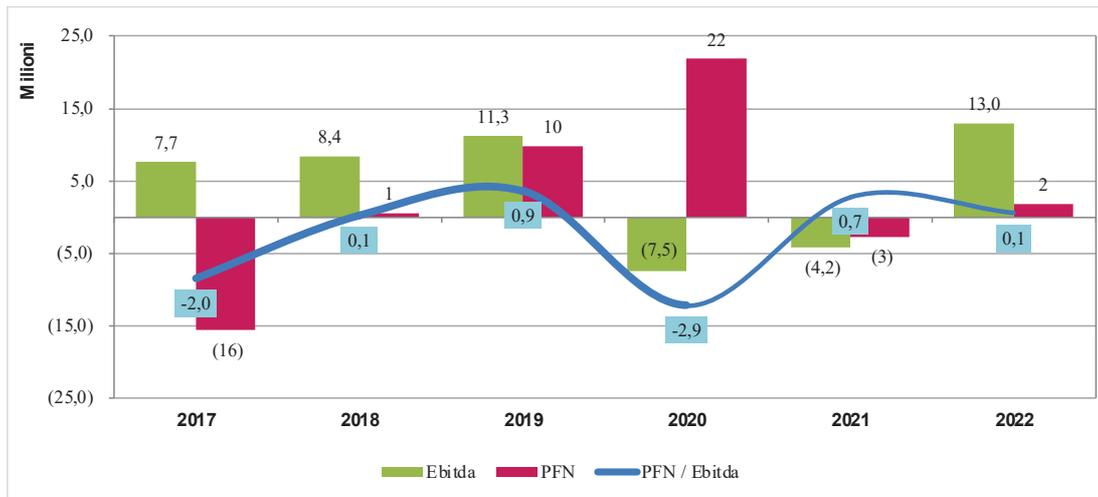
Di seguito l'illustrazione dell'evoluzione delle principali grandezze economiche, finanziarie e patrimoniali nel periodo 2017-2022, come ricavate dai bilanci consolidati, che mostra come ADV fosse, prima della crisi indotta dalla pandemia Covid-19, un'impresa "sana" e che nell'esercizio 2022 abbia ripreso il suo percorso di crescita.

Grafico 5 - Evoluzione ricavi, Ebitda e Ebitda margin



La marginalità sino al periodo pandemico è sempre stata significativamente positiva e in progressiva ascesa. L'Ebitda margin dell'esercizio 2022 beneficia del contributo speciale per il sistema aeroportuale di cui alla legge n. 178/2020 di 7,7 €/mln e del positivo effetto dello stralcio di alcune passività non più dovute e/o esigibili.

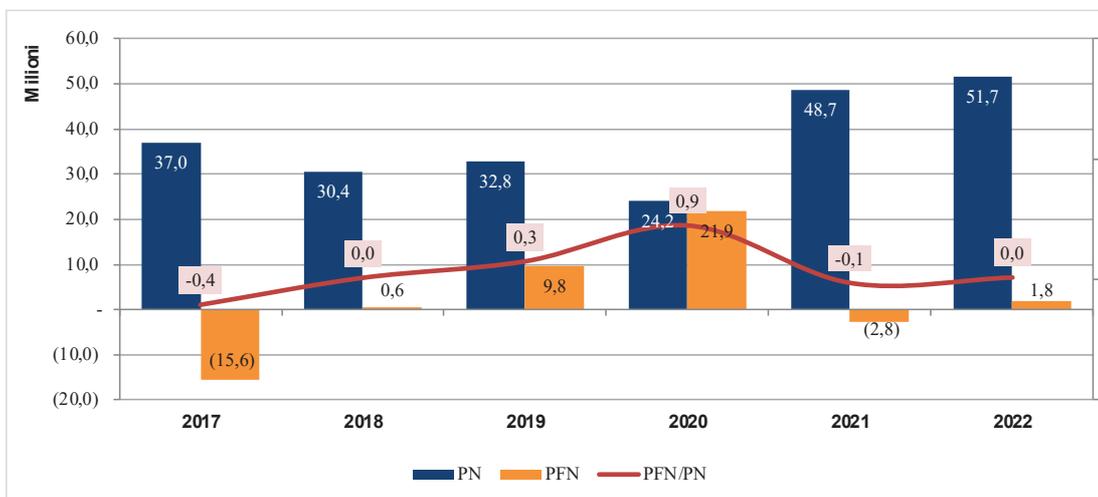
Grafico 6 - Evoluzione Ebitda e PFN (€/mln) e ratio PFN/Ebitda



Analogamente il rapporto PFN/Ebitda, sino al 2019 si è sempre attestato sotto la soglia più che rassicurante di 1.

Negli esercizi 2018, 2019 e 2022 l'Ebitda è stato addirittura superiore all'Indebitamento Finanziario Netto.

Grafico 7 - Evoluzione Patrimonio netto e PFN e ratio PFN/Patrimonio netto



Anche il rapporto PFN/PN si è sempre tenuto a livello ottimale, anche a ragione dell'aumento del capitale sociale di € 35 €/mln intervenuto nell'esercizio 2021.

2.8. INTRODUZIONE AL NUOVO PIANO

Come si è avuto modo di illustrare nei precedenti capitoli l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e il seguente prolungato conflitto, evento assolutamente imprevedibile, ancor di più se si pensa che è intervenuta quando l'emergenza indotta dalla Pandemia Covid-19 era da pochissimo terminata e tutto il mondo era concentrato su come riprendersi da tale evento, ha indotto a cascata:

- l'acuirsi di alcune tensioni politiche, in particolare quelle tra Stati Uniti e Cina;
- una contrazione dei commerci internazionali;
- un abnorme rialzo del prezzo del gas e di conseguenza dell'energia elettrica;
- una forte inflazione;
- politiche restrittive da parte delle Banche Centrali finalizzate a contenere il fenomeno inflattivo con un conseguente aumento generalizzato dei tassi di interesse.

Per precisione giova rammentare che al fenomeno inflattivo, oltre al conflitto tra Russia e Ucraina, ha sicuramente contribuito la rottura di alcune importanti catene di fornitura indotte dalla Pandemia Covid-19, e per quanto riguarda l'Italia sicuramente anche i generosi bonus accordati per le ristrutturazioni edilizie.

Il Gruppo ADV che nel biennio 2021-2022, nonostante i fattori esogeni sopra sinteticamente descritti, ha sostanzialmente raggiunto a livello consolidato i risultati economici previsti nel Piano 2021, si è trovato improvvisamente a dover gestire *in primis* un piano degli investimenti finanziariamente molto più impegnativo di quanto originariamente pianificato.

Il *management* e il Consiglio di amministrazione, una volta resisi conto degli effetti di questi fattori esogeni sulla gestione del gruppo ADV e della difficoltà di finanziare il piano degli investimenti nella sua originaria configurazione hanno elaborato diversi aggiornamenti dell'originario Piano 2021 per tenere conto del nuovo contesto.

Allo scrivente è stato quindi sottoposto il Nuovo Piano e più precisamente il documento denominato "Business Plan 2023-2032 - Consiglio di Amministrazione del 5 luglio 2023".

Tale elaborato nella parte conclusiva evidenzia i crescenti fabbisogni di cassa, che nel 2027, senza considerare alcuna manovra, condurrebbero ad una Posizione Finanziaria Netta di c.a. 123 €/mln, peraltro stimata utilizzando tassi di interesse non in linea con

quelli che potenziali finanziatori, ad oggi non individuati, richiederebbero per assumere il rischio di supportare integralmente il Nuovo Piano.

Prosegue il documento descrivendo la manovra finanziaria concretamente attuabile in forza delle trattative in corso di cui è stata data evidenza allo scrivente.

Sono stati infatti avviati tavoli di discussione con diverse tipologie di istituti finanziari, e in particolare con Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e con primarie banche italiane.

La trattativa ad oggi in più avanzata fase di perfezionamento è quella con BEI che si è resa disponibile a garantire un finanziamento fino a 50 €/mln della durata di 15 anni, subordinato, *inter alia*, ad un aumento del capitale sociale dell'importo minimo di 30 €/mln e alla condizione che il *business case* evidenzi un *ratio* PFN/Ebitda entro il valore di 4,5.

La manovra individuata prevede quindi in sintesi:

- a) un aumento di capitale sociale di 30 €/mln;
- b) un finanziamento da parte di BEI di complessivi e 50 €/mln con un preammortamento di 4 anni, suddiviso in due *tranches* rispettivamente di 20 €/mln e 30 €/mln;
- c) un finanziamento di complessivi 40 €/mln da parte di un *pool* di banche con un preammortamento di 18 mesi;
- d) l'ottimizzazione della gestione dei finanziamenti in essere prevedendo per alcuni di essi un rimborso anticipato.

Per effetto della manovra si manifesteranno rispetto alla rappresentazione del Nuovo Piano ante manovra:

- maggiori flussi di cassa per effetto dei minori oneri finanziari pari a c.a. 18 €/mln;
- minori flussi di cassa per effetto delle maggiori imposte pari a c.a. 5 €/mln;
- maggiori flussi di cassa per effetto della diversa dinamica di assunzione e rimborso dei finanziamenti per c.a. 7 €/mln;

il che conduce a maggiori disponibilità di cassa per 20 €/mln e che, tenendo anche conto dell'ipotizzato aumento di capitale sociale di € 30 €/mln, portano il differenziale positivo a 50 €/mln e all'evidenziazione di *ratio* PFN/Ebitda e PFN/PN compatibili con quelli richiesti dalle banche per erogare i nuovi finanziamenti.

Nel seguito della Relazione verrà quindi analizzato il Nuovo Piano e la manovra finanziaria in esso contenuta.

3. DATA DI RIFERIMENTO, DOCUMENTI E INFORMAZIONI ASSUNTI COME BASE DELLE ANALISI

3.1. DATA DI RIFERIMENTO

Il Nuovo Piano predisposto dal *management* riporta come situazione patrimoniale di partenza quella risultante dal bilancio consolidato di ADV al 31 dicembre 2022, approvato dall'assemblea degli azionisti in data 27 aprile 2023.

Il 31 dicembre 2022 è quindi la Data di Riferimento del Piano 2023-2032.

3.2. LA DOCUMENTAZIONE PRODOTTA

Le Società del Gruppo hanno provveduto a fornire i documenti e le informazioni utili a svolgere l'incarico conferito.

I documenti sono stati consultati e acquisiti su supporto informatico, nei limiti di quanto necessario per l'espletamento del lavoro.

Di seguito viene riportata la documentazione più significativa acquisita e/o visionata:

1. il documento denominato "Business Plan 2023-2032 - Consiglio di Amministrazione del 5 luglio 2023" illustrativo del Nuovo Piano;
2. il documento denominato "Business Plan 2023-2032 - Confronto con piano approvato nel 2021";
3. i fogli excel contenenti i principali dettagli del Nuovo Piano ante e post manovra finanziaria;
4. mail esplicative delle principali modifiche intervenute nel piano degli investimenti;
5. studio sul traffico dell'aeroporto di Verona predisposto da ASM nel mese di febbraio 2023 intitolato "Long Term Traffic Forecast to 2050 Verona Airport - Summary & Report";
6. bilanci delle Società del Gruppo e consolidato relativi agli esercizi sociali chiusi al 31 dicembre 2021 e 2022, depositati presso il Registro delle Imprese di Verona e di Brescia, inclusivi delle relazioni della società di revisione e del collegio sindacale;
7. bilanci di verifica delle Società del Gruppo dell'esercizio 2022 e del primo trimestre 2023;
8. scadenziario clienti e fornitori delle Società del Gruppo al 31 dicembre 2022;

9. copia dei verbali dell'organo amministrativo di ADV e GDA a partire da quelli successivi al 18 marzo 2021;
10. copia dei verbali assembleari di ADV e GDA successivi all'11 dicembre 2020 per ADV e al 1° settembre 2020 per GDA;
11. lettera degli amministratori (c.d. "*Management Letter*"), in relazione alla completezza delle informazioni e della documentazione fornita;
12. evidenze delle trattative in corso con le banche per l'erogazione dei nuovi finanziamenti.

Nel corso dell'espletamento dell'incarico sono stati organizzati via web diversi incontri con il *management* e con l'amministratore delegato di ADV finalizzati ad approfondire aspetti specifici del Nuovo Piano.

3.3. ALTRE PRECISAZIONI PRELIMINARI

Occorre anche precisare in via preliminare:

1. che il *management* e l'organo amministrativo sono gli unici responsabili del contenuto, delle previsioni e delle assunzioni riportate nel Nuovo Piano elaborato;
2. che il *management* e l'organo amministrativo sono, ancora, responsabili della correttezza, integrità e veridicità di tutta la documentazione fornita al sottoscritto nel corso del proprio lavoro.

Occorre altresì fare presente che il Nuovo Piano, così come quello precedente, è stato analiticamente elaborato su fogli excel attingendo a diverse fonti esterne e riportando i dati in €/mln, ma con un numero di cifre decimali differente a seconda della fonte. Tale metodologia ha portato alla evidenziazione di alcune differenze tra i diversi prospetti contenuti nei fogli excel che tuttavia, stante gli scopi della presente relazione, non hanno inficiato l'analisi condotta.

4. ANALISI DEI PRINCIPALI SCOSTAMENTI DEL PIANO 2021 NEL BIENNO 2021-2022 E PRIMO CONFRONTO CON IL NUOVO PIANO

Per meglio comprendere il Nuovo Piano occorre preliminarmente evidenziare i principali scostamenti tra i consuntivi degli esercizi 2021-2022 e le previsioni contenute nell'originario Piano 2021 e successivamente analizzare le differenze tra l'originario Piano 2021 e il Nuovo Piano nell'arco temporale 2021-2030, considerando i consuntivi 2021-2022 quali parte integrante del Nuovo Piano.

4.1. GLI SCOSTAMENTI ECONOMICI AL 31 DICEMBRE 2022

Tabella 2 - Scostamenti economici tra consuntivi 2021-2022 e Piano 2021

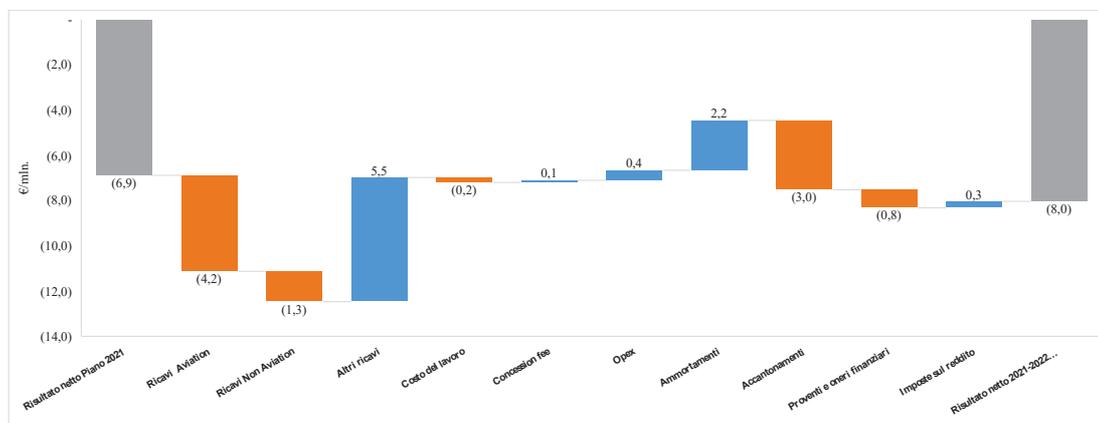
Conto economico	2021-2022 Actual	2021-2022 Piano 2021	Scostamento
VRN Pax	4,4	4,8	(0,3)
VBS Cargo kTons	78,5	96,5	(18,0)
<i>Ricavi Aviation</i>	43,4	47,6	(4,2)
<i>Ricavi Non Aviation</i>	17,3	18,6	(1,3)
<i>Altri ricavi</i>	15,6	10,2	5,5
Totale ricavi	76,3	76,4	(0,1)
<i>Costo del lavoro</i>	(22,1)	(21,9)	(0,2)
<i>Concession fee</i>	(3,9)	(4,1)	0,1
<i>Opex</i>	(41,5)	(41,9)	0,4
Totale Costi	(67,5)	(67,9)	0,3
EBITDA	8,8	8,5	0,2
<i>% su ricavi</i>	0,1	0,1	
Ammortamenti	(10,4)	(12,6)	2,2
Accantonamenti	(5,3)	(2,3)	(3,0)
EBIT	(6,9)	(6,3)	(0,6)
<i>% su ricavi</i>	(0,1)	(0,1)	
Proventi e oneri finanziari	(1,4)	(0,6)	(0,8)
Imposte sul reddito	0,3	-	0,3
Risultato netto	(8,0)	(6,9)	(1,1)

La tabella evidenzia come i minori ricavi operativi di 5,5 €/mln nel periodo siano stati compensati dai maggiori “Altri ricavi” tra cui è compreso il contributo speciale Covid per il sistema aeroportuale.

I minori ammortamenti derivano dalla sospensione degli stessi operata nel 2021 avvalendosi del Decreto “Milleproroghe”, mentre i maggiori accantonamenti sono riferibili all'esercizio 2022.

Gli oneri finanziari sono stati influenzati dal non previsto innalzamento dei tassi di interesse.

Grafico 8 - Bridge tra risultato netto Piano 2021 e Actual esercizi 2021-2022



4.2. GLI SCOSTAMENTI PATRIMONIALI AL 31 DICEMBRE 2022

Tabella 3 - Scostamenti patrimoniali tra consuntivi 2021-2022 e Piano 2021

Stato patrimoniale	2022 Actual	2022 Piano 2021	Scostamento 2022 Actual vs. Piano 2021
Immobilizzazioni immateriali e materiali	106,2	116,7	(10,5)
Immobilizzazioni finanziarie	0,1	0,1	0,0
Imposte anticipate	8,7	8,7	(0,0)
Totale immobilizzazioni	115,0	125,5	(10,5)
Rimanenze	0,2	-	0,2
Crediti commerciali	12,1	5,3	6,8
Debiti commerciali - opex	(23,1)	(5,2)	(17,9)
Debiti commerciali - capex	-	(5,9)	5,9
Altri crediti e debiti	(22,6)	(20,2)	(2,4)
Capitale Circolante Netto	(33,4)	(26,0)	(7,4)
Fondo trattamento fine rapporto	(1,2)	(1,4)	0,1
Fondi rischi ed oneri	(27,0)	(24,1)	(2,9)
Capitale Investito Netto	53,3	74,0	(20,7)
Capitale Sociale e riserve	49,1	55,9	(6,8)
Utile (Perdita)	2,6	(3,6)	6,2
Totale Patrimonio Netto (PN)	51,7	52,3	(0,6)
Disponibilità liquide	(20,2)	(35,2)	15,0
Debiti finanziari	21,9	57,0	(35,0)
Posizione Finanziaria Netta (PFN)	1,7	21,7	(20,1)

Il capitale investito al 31 dicembre 2022 è risultato inferiore di 20,7 €/mln rispetto alle previsioni del Piano 2021, di cui € 10,5 €/mln riferibili principalmente ai minori investimenti e 10,2 €/mln ad una diversa dinamica del capitale circolante netto e dei fondi.

4.3. GLI SCOSTAMENTI DEI FLUSSI DI CASSA AL 31 DICEMBRE 2022

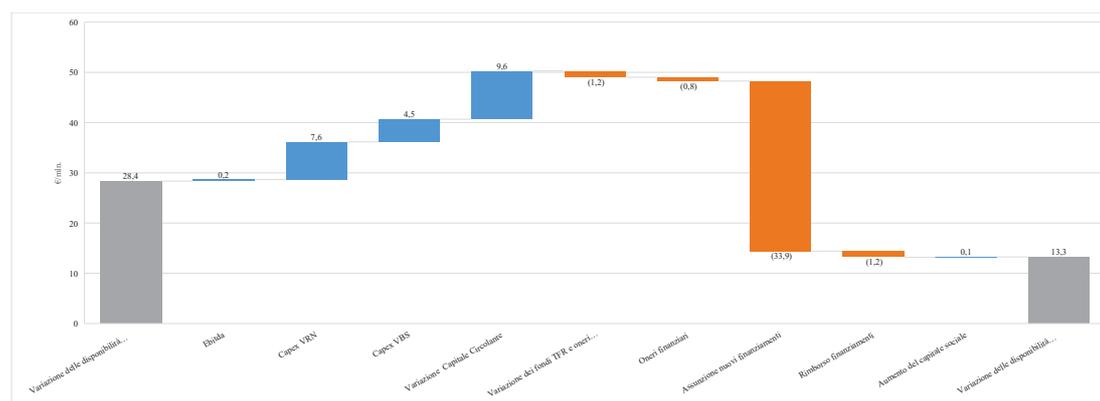
Tabella 4 - Scostamenti flussi di cassa tra consuntivi 2021-2022 e Piano 2021

Cash Flow	2021-2022 Actual	2021-2022 Piano 2021	Scostamento
Ebitda	8,8	8,5	0,2
Capex VRN	(25,7)	(33,2)	7,6
Capex VBS	(4,7)	(9,3)	4,5
Variazione Capitale Circolante	10,4	0,8	9,6
Variazione dei fondi TFR e oneri e rischi	(2,4)	(1,1)	(1,2)
Flussi di cassa operativi	(13,6)	(34,3)	20,7
Oneri finanziari	(1,4)	(0,6)	(0,8)
Flussi di cassa al servizio del debito	(15,0)	(34,9)	19,9
Assunzione nuovi finanziamenti	5,0	38,9	(33,9)
Rimborso finanziamenti	(11,8)	(10,6)	(1,2)
Variazione delle disponibilità liquide ante Aucap	(21,8)	(6,6)	(15,2)
Aumento del capitale sociale	35,1	35,0	0,1
Variazione delle disponibilità liquide	13,3	28,4	(15,1)
Disponibilità liquide inizio esercizio 2021	6,7	6,8	(0,1)
Disponibilità liquide fine esercizio 2022	20,2	35,2	(15,0)

Le differenze tra i flussi di cassa operativi previsti e quelli manifestatisi ripropongono sostanzialmente quelle evidenziate analizzando gli scostamenti patrimoniali.

I maggiori rimborsi dei finanziamenti sono riferibili all'estinzione anticipata di un prestito particolarmente oneroso precedentemente contratto.

Grafico 9 - Bridge tra variazione delle disponibilità liquide Actual 2021-2022 e Piano 2021



4.4. CONFRONTO TRA PIANO 2021 E NUOVO PIANO NEGLI ESERCIZI 2021-2030

Per meglio apprezzare le differenze tra il Piano 2021 e il Nuovo Piano in termini di flussi di cassa verranno di seguito sinteticamente analizzati i principali scostamenti tra

i due nell'arco temporale 2021-2030, considerando i consuntivi degli esercizi 2021 e 2022 quale parte integrante del Nuovo Piano. Tale approccio è lo stesso utilizzato dal *management* nel documento denominato "Business Plan 2023-2032 - Confronto con Piano approvato nel 2021" da cui è estratto il "Grafico 1 - Delta PFN al 2030 tra Nuovo Piano e Piano 2021" riportato nel precedente capitolo 1.2..

Come si apprezzerà nella tabella riportata di seguito i differenziali tra Piano 2021 e Nuovo Piano nel periodo considerato differiscono da quelli riportati nel documento di cui al punto precedente in quanto oggetto di valutazione della presente Relazione è il Nuovo Piano contenente la manovra finanziaria - che prevede un aumento di capitale sociale di 30 €/mln -, mentre il *management* nello specifico elaborato aveva effettuato la comparazione senza ancora prendere in considerazione tale intervento da parte degli azionisti.

Tabella 5 - Differenze tra Piano 2021 e Nuovo Piano nell'arco temporale 2021-2030

	A Nuovo Piano Esercizi 2023-2030	B Nuovo Piano Esercizi 2030-2032	C Totale Nuovo Piano	D Consuntivo 2021-2022	E = A + D Nuovo Piano 2023-2030 + Consuntivo 2021- 2022	F Piano 2021 (2021-2030)	G = E - F Differenza Nuovo Piano (2021-2030) v.s. Piano 2021
Ebitda consolidato	180,0	81,8	261,8	8,8	188,7	191,8	(3,0)
Capex Aeroporto Verona	(145,0)	(14,0)	(159,0)	(25,7)	(170,7)	(127,9)	(42,8)
Capex Aeroporto Brescia	(46,4)	(4,0)	(50,4)	(4,7)	(51,1)	(62,1)	11,0
Imposte pagate	(6,5)	(13,4)	(19,8)	-	(6,5)	(11,8)	5,3
Variazione del Capitale Circolante Netto	(11,5)	1,6	(9,9)	10,4	(1,1)	(7,5)	6,4
Variazione dei fondi TFR e Rischi ed oneri	0,0	-	0,0	(2,4)	(2,4)	(7,2)	4,8
Oneri finanziari	(25,7)	(3,8)	(29,6)	(1,4)	(27,1)	(11,6)	(15,6)
Flussi di cassa prima dell'AUCAP e dell'assunzione e rimborso dei finanziamenti	(55,1)	48,2	(6,9)	(15,0)	(70,1)	(36,3)	(33,8)
Assunzione nuovi finanziamenti	85,9	-	85,9	5,0	90,9	149,5	(58,6)
Rimborso finanziamenti	(68,3)	(10,4)	(78,7)	(11,8)	(80,1)	(116,0)	35,9
Aumento Capitale sociale	30,0	-	30,0	35,1	65,1	35,0	30,1
Flussi di cassa post AUCAP e assunzione e rimborso dei finanziamenti	(7,5)	37,9	30,3	13,3	5,8	32,2	(26,5)

Passando ad analizzare le principali differenze si osserva che:

- il minore Ebitda a livello consolidato è interamente riferibile a periodo 2023-2030, avendo il consuntivo 2021-2022 evidenziato uno scostamento consolidato positivo di 0,2 €/mln di cui +€ 2,4 €/mln riferibili alla BU Verona e -2 €/mln alla BU Brescia e -0,2 €/mln riferibili alle elisioni da consolidamento.

Analizzando gli scostamenti economici della BU Verona suddivisi in tre sotto periodi 2021-2022, 2023-2025 e 2026-2030 si evidenzia:

- a) che gli esercizi 2021 e 2022 da un punto di vista operativo hanno sostanzialmente confermato le previsioni del Piano 2021 con un incremento a livello totale ascrivibile agli altri ricavi;

- b) negli esercizi 2023-2025 i redattori del Nuovo Piano stimano il negativo impatto degli attuali fattori macroeconomici, nonché l'incremento non previsto della quota di mercato delle compagnie aeree low cost che, unito allo spostamento in avanti degli investimenti, portano ad una riduzione del ricavo medio per passeggero;
- c) negli esercizi 2026-2030 il Nuovo Piano prevede un sostanziale recupero di quanto sottoperformato nel periodo precedente, per effetto del previsto incremento del numero dei passeggeri, anche se inferiore rispetto a quanto previsto nel Piano 2021, dell'effettuazione degli investimenti e del rientro del fenomeno inflattivo come si evince dalla tabella sotto riportata.

Tabella 6 - Differenze tra Nuovo Piano e Piano 2021 nel periodo 2021-2030 BU VR

Pax (mln)	(0,3)	(0,5)	(0,9)	(1,4)
Conto economico (€/mln)	2021-2022	2023-2025	2026-2030	Totale '23-'30
Ricavi totali	2,0	(4,6)	13,7	9,1
Ricavi <i>aviation</i>	(0,9)	(3,4)	4,8	1,4
Ricavi <i>non aviation</i>	(1,3)	(1,9)	6,9	5,0
Altri ricavi	4,2	0,8	1,9	2,7
Costi operativi	(0,4)	3,0	6,0	8,9
<i>Costi del personale</i>	0,5	2,8	4,5	7,2
<i>Concessioni</i>	0,2	0,3	1,7	2,1
<i>Costi di struttura</i>	(1,8)	(3,5)	(1,6)	(5,1)
<i>Utenze</i>	0,7	3,4	1,4	(4,8)
Ebitda	2,4	(7,5)	7,7	0,2

Utilizzando la stessa ripartizione temporale anche per la BU Brescia si evidenzia:

- a) che nonostante i minori volumi di traffico merci realizzati nell'esercizio 2021 lo scostamento del conto economico è stata contenuta in -0,4 €/mln, grazie ad una migliore gestione dei costi operativi;
- b) dal 2022, a seguito del conflitto tra Russia e Ucraina e delle minori performance del settore cargo vi è stata una riduzione dei volumi attesi di traffico, che uniti all'incremento dei costi operativi conduce i redattori del Nuovo Piano a stimare in c.a. 5 €/mln il delta negativo tra l'Ebitda previsto nel Piano 2021 rispetto a quello del Nuovo Piano, nonostante c.a. 172 mila tonnellate di maggior traffico merci.

Tabella 7 - Ebitda Nuovo Piano vs. Piano 2021 vs. nel periodo 2021-2030 BU Brescia

	2021 Piano 2021 vs. Actual	2022 Piano 2021 vs. Actual	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Totale
Ebitda Brescia Piano 2021	(2,8)	(1,9)	0,0	0,2	1,0	1,2	2,0	2,6	3,3	3,8	9,4
Ebitda Brescia Nuovo Piano	(3,1)	(3,5)	(2,3)	(1,2)	(1,1)	(0,8)	1,0	2,9	4,4	7,8	4,0
Differenza Nuovo Piano vs. Piano 2021	(0,4)	(1,6)	(2,4)	(1,3)	(2,1)	(2,0)	(1,0)	0,3	1,1	4,0	(5,4)

Per quanto riguarda il dettaglio dello scostamento delle principali voci che concorrono a realizzare l'Ebitda della BU Brescia vedasi la tabella seguente.

Tabella 8 - Differenze Ebitda Nuovo Piano vs. Piano 2021 nel periodo 2021-2030 BU BS

Tonnellate/000				
		(6,0)	(11,1)	
Conto economico (€/mln)	2021	2022	2023-2025	2026-2030
Ricavi totali	(1,0)	(0,9)	3,4	19,9
Costi operativi	(0,6)	0,7	9,2	17,5
<i>Costi del personale</i>	<i>(0,4)</i>	<i>0,2</i>	<i>3,3</i>	<i>6,5</i>
<i>Concessioni</i>	<i>(0,1)</i>	<i>(0,3)</i>	<i>(1,0)</i>	<i>(1,4)</i>
<i>Costi di struttura</i>	<i>(0,2)</i>	<i>0,8</i>	<i>6,9</i>	<i>12,4</i>
Ebitda	(0,4)	(1,6)	(5,8)	2,4

- gli investimenti della BU Verona mostrano un incremento di 42,9 €/mln così dettagliato:

Tabella 9 - Deviazione investimenti Nuovo Piano vs. Piano 2021 BU Verona

Delta Piano 2023 vs Piano 2021	2021-2022	2023-2025	2026-2030	Totale
Development Plan	0,5	-	-	0,5
Terminal, PMS e altri interventi	(4,2)	42,0	(3,3)	34,5
Buildings	(0,8)	(4,0)	1,9	(2,9)
Parking and road system	(0,2)	(2,6)	(0,3)	(3,1)
Airside infrastructures	(1,4)	(0,1)	5,8	4,3
General plants	(1,1)	1,6	0,3	0,8
Environment	(0,7)	0,1	(1,6)	(2,2)
Furniture (ICT, security, vehicles)	0,4	6,8	3,8	11,0
Totale	(7,5)	43,8	6,6	42,9

Tale incremento è attribuito principalmente a fattori esogeni quali:

- l'incremento dei costi dei materiali, anche per effetto dell'adozione del c.d. "Decreto Aiuti" (D.L. n. 50 del 17 maggio 2022, convertito con modificazioni dalla L. 15 luglio 2022 n. 91), che ha condotto, *inter alia*, l'Associazione Temporanea di Imprese (ATI) tra le S.p.a. Itinera, Leonardo e Euroimpianti a richiedere una revisione dei prezzi dell'appalto per il Progetto Romeo dell'ordine del 30%, revisione che se non accettata avrebbe condotto ad una risoluzione del contratto di appalto per eccessiva onerosità sopravvenuta ex art.

1467 del codice civile. Gli amministratori durante la riunione consiliare del 26 maggio 2022 hanno ritenuto più conveniente, rispetto all'ipotesi alternativa di risoluzione dell'originario contratto e indizione di una nuova gara di appalto, raggiungere un accordo con l'ATI secondo la normativa applicabile e proseguire senza ritardi nell'effettuazione dei lavori;

- la necessità di effettuare alcuni obbligatori adeguamenti relativi alla sicurezza (Entry Exit System), originariamente non previsti.

I cluster che hanno avuto le maggiori variazioni sono:

- Terminal:** il cluster include la ristrutturazione del terminal, le relative opere propedeutiche e le interferenze, il piano di utilizzo dell'aerostazione e il piano delle manutenzioni straordinarie. Questa voce riporta un incremento di circa 34 €/mln rispetto al Piano 2021 per effetto di un incremento dei costi del Progetto Romeo e delle opere connesse rispettivamente di 18 €/mln e 2 €/mln e all'inserimento di nuovi interventi da svolgersi per 4 €/mln;
 - Equipment:** la voce include investimenti nelle infrastrutture informatiche e di sicurezza e forniture varie i cui importi sono stati aggiornati con un incremento delle spese previste di c.a. 11 €/mln.
- gli investimenti della BU Brescia mostrano al contrario un decremento di 11 €/mln così dettagliato:

Tabella 10 - Deviazione investimenti Nuovo Piano vs. Piano 2021 BU Brescia

Delta Piano 2023 vs Piano 2021	2021-2022
Development Plan	(0,1)
Terminal, PMS e altri interventi	(3,0)
Buildings	(3,9)
Parking and road system	(0,2)
Airside infrastructures	(1,2)
General plants	(0,1)
Environment	(0,9)
Furniture (ICT, security, vehicles)	(1,8)
Totale	(11,2)

e imputabile principalmente alla conversione di parte del terminal passeggeri in magazzino cargo, alla riduzione delle superfici di alcuni edifici, all'eliminazione delle spese di urbanizzazione *greenfield* da mettere a disposizione di soggetti terzi, e allo spostamento sulla BU Verona dei costi legati al nuovo sistema informativo.

- le minori imposte pagate derivano dai minori risultati imponibili del Nuovo Piano, rispetto a quelli originariamente previsti, riferibili principalmente al minore Ebitda di 3 €/mln, ai maggiori ammortamenti di 3,5 €/mln e ai maggiori oneri finanziari di 15,3 €/mln. È da evidenziare che trattandosi di un modello il Nuovo Piano stima le imposte, incluse quelle differite, su base teorica, senza addentrarsi in un'analisi dettagliata della imponibilità o deducibilità delle singole voci che compongono il conto economico;
- i maggiori flussi di cassa per 6,4 €/mln imputabili alla diversa dinamica del Capitale Circolante Netto derivano principalmente dalla previsione di pagamento delle spese per investimenti nel maggior termine di 150 giorni rispetto ai 90 giorni previsti nel Piano 2021;
- i maggiori flussi di cassa di 4,8 €/mln derivanti da minori esborsi riferibili all'utilizzo dei fondi TFR e rischi ed oneri i redattori del Nuovo Piano li giustificano sulla base di una attenta ponderazione delle cause in corso;
- i minori flussi di cassa per 15,6 €/mln, derivanti dai maggiori oneri finanziari, si giustificano con l'allineamento dei tassi alle nuove peggiorative condizioni del mercato creditizio e ad una diversa previsione delle fonti di finanziamento del capitale investito. Occorre ricordare che il Nuovo Piano in esame e in particolare la manovra in esso contenuta prevede l'immissione di nuove risorse finanziarie da parte degli azionisti per 30 €/mln.

Complessivamente il Nuovo Piano nel periodo 2021-2030, rispetto al Piano 2021 prevede minori flussi di cassa prima del servizio del debito per 33 €/mln che, tenuto conto del prospettato aumento di capitale sociale di 30 €/mln, si riducono a 3 €/mln pari alla differenza tra la Posizione Finanziaria Netta al 31 dicembre 2030 del Nuovo Piano (26 €/mln) e quella prevista nel Piano 2021(23 €/mln).

I minori flussi di cassa disponibili per 26 €/mln derivano invece dai 3 €/mln di cui sopra e per 23 €/mln. dal diverso differenziale tra assunzione e rimborso dei finanziamenti nel periodo considerato.

5. BREVE ANALISI DELLA SITUAZIONE PATRIMONIALE DI PARTENZA DEL NUOVO PIANO

Lo stato patrimoniale al 31 dicembre 2022 del bilancio consolidato del Gruppo ADV, approvato dal consiglio di amministrazione di Aeroporto Valerio Catullo di Villafranca S.p.a. in data 28 marzo 2023, presentato all'assemblea degli azionisti in data 27 aprile 2023 e su cui il revisore legale Deloitte S.p.a. in data 12 aprile 2023 ha rilasciato un "giudizio senza modifica", costituisce la c.d. "spalla" su cui si basa il Nuovo Piano e viene di seguito riportato.

Tabella 11 - Situazione patrimoniale consolidata al 31 dicembre 2022 del Gruppo ADV

STATO PATRIMONIALE - Attività	2022
Immobilizzazioni immateriali	2.732.213
Immobilizzazioni materiali	103.497.791
Immobilizzazioni finanziarie	74.733
Totale immobilizzazioni	106.304.737
Rimanenze	155.073
Crediti	24.824.041
Imposte anticipate	8.699.483
Attività finanziarie che non cost. imm.	540.444
Disponibilità liquide	20.114.013
Totale attivo circolante	54.333.054
Ratei e risconti attivi	132.143
Totale ratei e risconti	132.143
Totale Attivo	160.769.934

STATO PATRIMONIALE - Passività	2022
Capitale sociale	86.323.688
Riserva da sovrapprezzo	5.199.722
Riserve di rivalutazione	3.814.108
Riserva legale	1.030.318
Riserva straordinaria	
Riserva da arrotondamento	(2)
Riserva da consolidamento	(14.967.898)
Riserva per operazioni di copertura dei flussi finanziari attesi	410.737
Utili (perdite) portati a nuovo	(32.729.335)
Utile (perdita) dell'esercizio	2.598.721
Totale patrimonio netto	51.680.059
Fondo strumenti finanziari derivati passivi	
Altri	27.022.783
Totale fondo per rischi ed oneri	27.022.783
TFR	1.232.792
TFR	1.232.792
Debiti vs banche	21.902.552
Acconti	377.106
Debiti vs fornitori	23.101.395
Debiti tributari	540.576
Debiti vs istituti di previdenza	760.572
Altri debiti	33.843.561
Totale debiti	80.525.762
Ratei e risconti passivi	308.538
Totale ratei e risconti	308.538
Totale Passivo	160.769.934

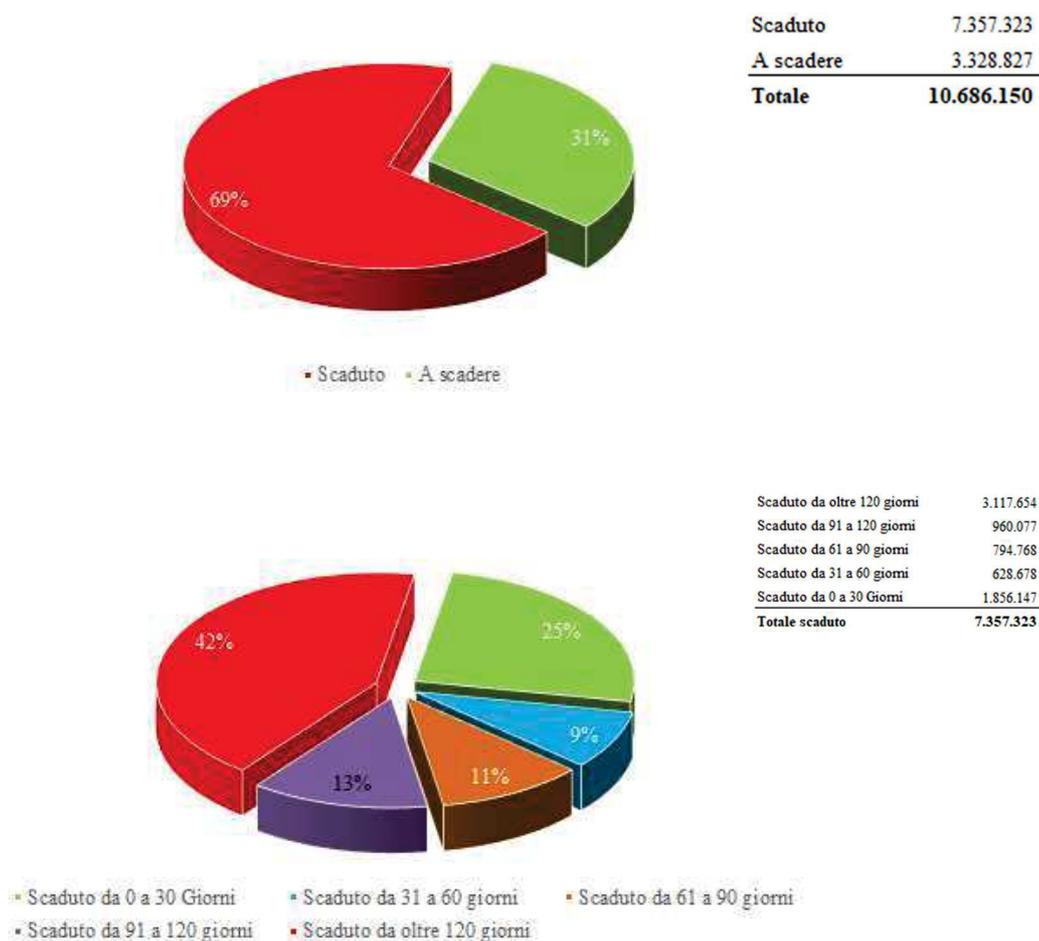
5.1. APPROFONDIMENTI SUL CAPITALE CIRCOLANTE NETTO

Nonostante l'incarico conferito non abbia ad oggetto la verifica della veridicità dei dati aziendali e delle informazioni fornite dalla Società si è ritenuto opportuno effettuare degli approfondimenti su alcune poste patrimoniali alla Data di Riferimento, al fine di valutarne eventuali criticità a tramutarsi in flussi di cassa secondo la tempistica prevista nel Nuovo Piano.

CREDITI COMMERCIALI

È stata condotta un'analisi sull'anzianità dei crediti commerciali verso terzi, risultanti nei relativi scadenziari e quindi non comprendenti le fatture da emettere, vantati alla Data di Riferimento i cui risultati sono sintetizzati nei grafici che seguono.

Grafico 10 - Ageing crediti clienti ADV al 31 dicembre 2022



Dalla lettura dei dati sopra riportati si ricava che c.a. il 31% dei crediti commerciali alla Data di Riferimento non è ancora giunto a scadenza e che il restante 69% c.a. risulta distribuito secondo le rispettive fasce di anzianità indicate.

Ritenendo lo scaduto commerciale inferiore a 90 giorni non particolarmente significativo nel sistema Italia riguardo al rischio di “non incasso” l’attenzione si è concentrata sullo scaduto superiore a 90 giorni e sulla base della documentazione prodotta e dai colloqui avuti con il *management* di ADV è emerso che c.a. il 92% di tale voce è rappresentato da soli n. 5 soggetti la cui situazione è singolarmente analizzata nella tabella riportata di seguito.

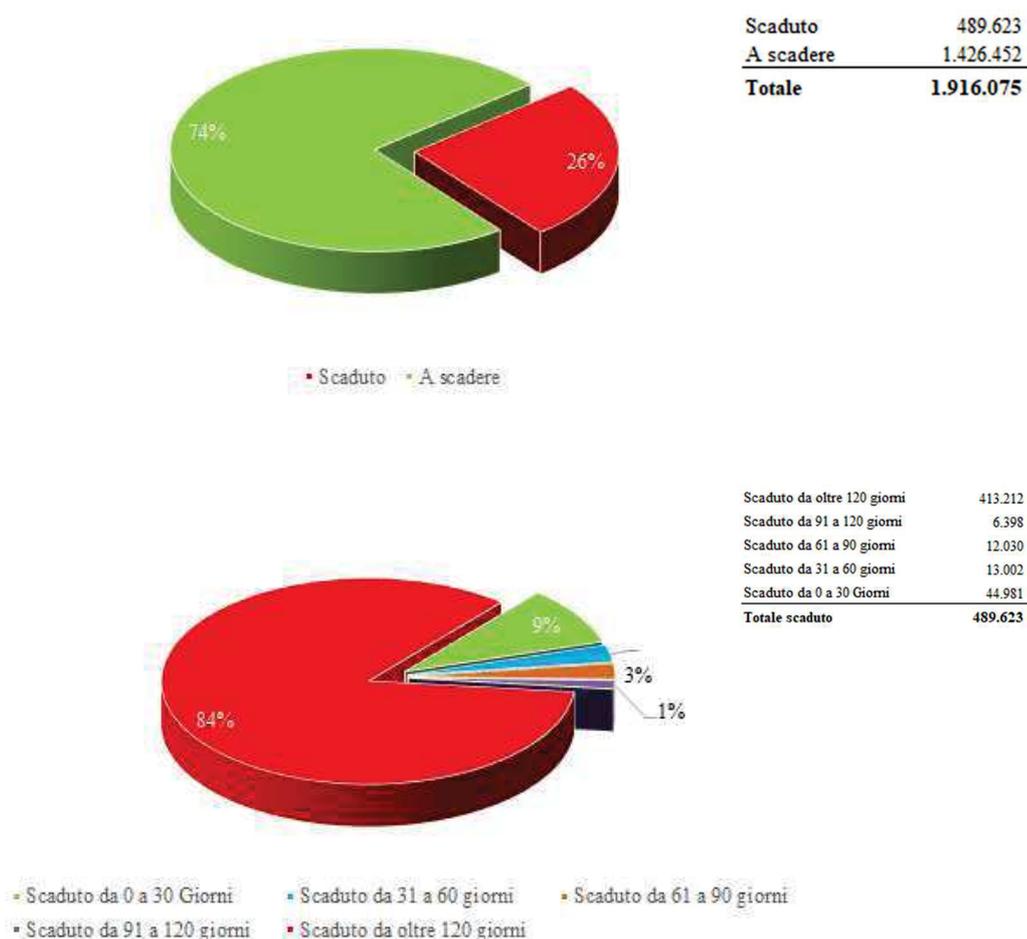
Tabella 12 - Analisi posizioni clienti rilevanti scaduti al 31 dicembre 2022

Cliente	Scaduto 91-120	Scaduto oltre 120	Totale oltre 90 gg	Fondo svalutazione
Volotea S.L.	872.539,27	275.440,96	1.147.980,23	-
Eni Spa		1.489.363,91	1.489.363,91	-
Alitalia - Società Aerea Italiana S		842.902,99	842.902,99	(324.839,43)
Special One Food S.r.l.		150.853,30	150.853,30	(150.853,30)
Marchese Group S.p.A.		112.852,44	112.852,44	(112.852,44)
Totale clienti rilevanti	872.539,27	2.871.413,60	3.743.952,87	(588.545,17)
% incidenza su totale	90,88%	92,10%	91,81%	71,10%

È da evidenziare che, come da informazioni fornite dal *management*, parte dell'accantonamento a fondo rischi relativo al contenzioso con ENI, descritto nel successivo paragrafo 5.2.2, è destinato a coprire il rischio di incasso del credito sopra esposto e che il credito verso Alitalia è inclusivo della partita di giro “addizionale comunale”. Riguardo ai crediti scaduti di Volotea S.L. il *management* ha relazionato che a fine 2022 si è registrato un leggero ritardo nei tempi di incasso e che alla data odierna il credito vantato al 31 dicembre 2022 risulta integralmente incassato.

Nei seguenti grafici sono riportate le analisi svolte sull’anzianità dei crediti di GDA che, si può notare, non mostrano criticità tali poter allo stato incidere sul Nuovo Piano. A solo titolo informativo c.a. il 78% degli importi scaduti si riferiscono ad esposizioni nei confronti di Eni S.p.a. (€ 297.883,52) e Alitalia Società Aerea Italiana S.p.a. (€ 82.633,00).

Grafico 11 - Ageing crediti clienti GDA al 31 dicembre 2022

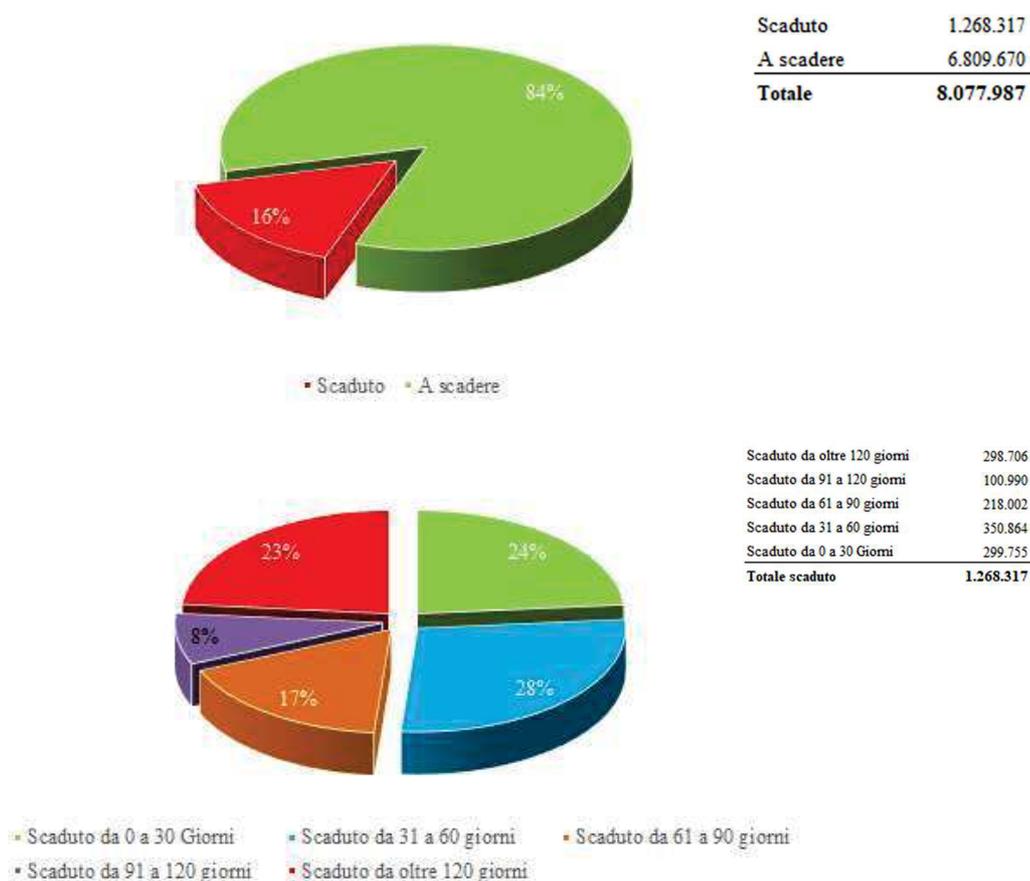


Dalle verifiche condotte sembra dunque emergere un potenziale rischio di minori flussi finanziari derivanti dalle situazioni sopra evidenziate che ha indotto, al successivo capitolo 8., a prevedere un'apposita *sensitivity* che andasse a verificare l'impatto finanziario del parziale mancato incasso di tali crediti rispetto alla specifica assunzione di piano. I risultati di tale *test*, che si vuole qui anticipare, non hanno evidenziato criticità in merito alla tenuta del Nuovo Piano.

DEBITI COMMERCIALI

In relazione a tale voce, lo scrivente ha ritenuto opportuno condurre un'approfondita analisi anche sull'anzianità dei debiti commerciali verso terzi alla Data di Riferimento, inclusi nei relativi scadenziari, e che quindi non comprendono le fatture da ricevere, i cui risultati sono sintetizzati nei grafici che seguono.

Grafico 12 - Ageing fornitori ADV al 31 dicembre 2022



I grafici evidenziano come c.a. l'84% dei debiti verso fornitori riportati negli scadenziari alla Data di Riferimento non sia ancora giunto a scadenza, e come, di quelli scaduti, il 52% lo sia scaduta da meno di 60 Giorni. Mentre lo scaduto da oltre 60 giorni è pari al 48% dello scaduto complessivo.

Per quanto riguarda la quota di scaduto oltre i 60 giorni, secondo le informazioni ricevute dal *management*, è emerso che si tratta principalmente di posizioni per le quali il pagamento è stato bloccato da parte di ADV in quanto riferibili alla seguente casistica:

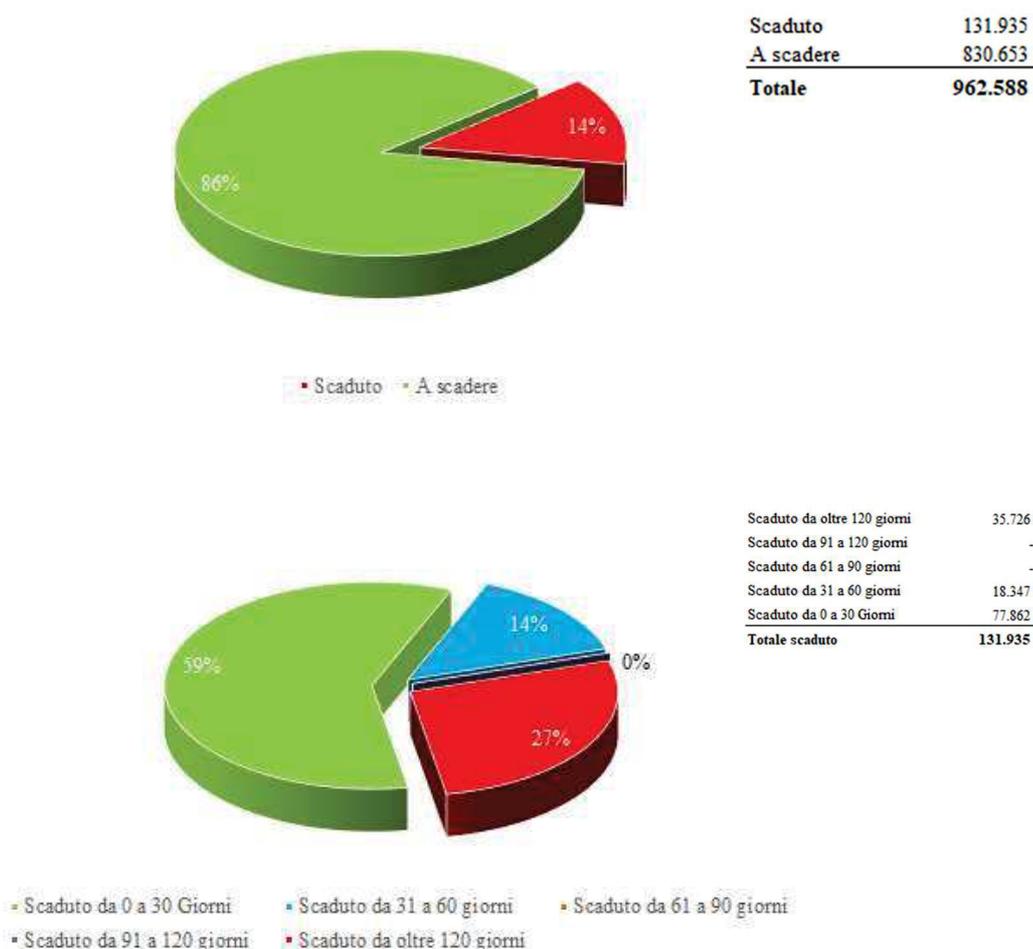
- importi per i quali verrà fatta valere una compensazione con una simmetrica posizione di credito nei confronti del medesimo soggetto;
- fornitori con i quali ci sono delle vertenze legali in essere;
- fornitori che non hanno ancora completato tutte le procedure necessarie per ottenere il via libera al pagamento da parte di ADV.

In considerazione di quanto sopra esposto, le previsioni di approvvigionamento del Nuovo Piano, pertanto, non sono da considerarsi a rischio per effetto della presenza di debito commerciale scaduto e i normali termini di pagamento riscontrati sono risultati coerenti con quelli ipotizzati dal Piano medesimo.

È da evidenziare che il Nuovo Piano sconta già dall'esercizio 2023, in termini di minori flussi di cassa, il riallineamento ai fisiologici termini di pagamento dei debiti commerciali.

Nei seguenti grafici sono riportate le analisi svolte sui debiti verso fornitori di GDA che, si può notare, non mostrano criticità tali poter allo stato incidere sul Nuovo Piano

Grafico 13 - Ageing debiti fornitori GDA al 31 dicembre 2022



5.2. APPROFONDIMENTI SUI FONDI RISCHI E ONERI

Lo scrivente in merito al fondo rischi e oneri ricorda come la propria analisi non concerne la congruità dello stesso, tema per il quale è possibile trovare positivo riscontro nelle relazioni di revisione rilasciate da Deloitte S.p.a. ai bilanci al 31 dicembre 2022 di ADV, GDA e consolidato.

Ciò doverosamente premesso, si riporta di seguito il dettaglio dei fondi rischi e oneri quali risultanti dal bilancio consolidato al 31 dicembre 2022 nei quali, ai fini della presente analisi, è stato riclassificato il debito per l'addizionale comunale di 19,9 €/mln e il debito relativo al Fondo Antincendio di 5,5 €/mln, tutti debiti *sub iudice*.

Tabella 13 - Dettaglio dei fondi rischi e dei debiti in cont.so alla Data di Riferimento (€/000)

Tipologia	Fondo	Debiti <i>sub iudice</i> riclassificati	Totale Fondo e debiti <i>sub iudice</i>
Fondo Antincendi	201	5.597	5.798
Canone Sicurezza	923		923
Enav (Compresi Accessori)	13.933		13.933
Addizionale Comunale	2.763	19.946	22.709
Carburante	815		815
Revocatoria Ernest	100		100
Raddoppio Voli Privati	237		237
Avio Handling	5		5
Sinistro Blue Panorama	25		25
Sinistro Blue Panorama	113		113
Baldassini Tognazzi	26		26
Alitalia In Amministrazione Straordinaria	50		50
En. Elettrica Pista Volo	460		460
Vari Personale	13		13
Totale ADV	19.664	25.543	45.207
Alitalia - Azione Inefficacia	141		141
Carburante	180		180
Vari Personale	15		15
Totale GDA	336	0	336
Totale Fondo Rischi E Oneri Vari	20.000	25.543	45.543
Fondo Manutenzioni Straordinarie Verona	5.112		5.112
Fondo Manutenzioni Straordinarie Brescia	1.911		1.911
Totale ADV	7.023	0	7.023
Totale Altri Fondi	7.023	0	7.023
Totale complessivo	27.023	25.543	52.566

È da precisare che per effetto della esposizione c.d. “a partite aperte” della posizione verso ENAV il totale sopra esposto, risulta fronteggiato da un credito di 11,6 €/mln corrispondenti a quanto pagato a ENAV a seguito dell'azione esecutiva subita da ADV.

Riguardo ai fondi manutenzioni straordinarie di complessivi 7,0 €/mln si rileva, inoltre, che gli investimenti previsti nel Piano 2023-2032 in parte sono destinati a coprire i costi di manutenzione ciclica ed in parte i costi inerenti il rinnovamento dei

beni in concessione che hanno natura manutentiva e destinati quindi, come confermato dal *management*, a coprire le fattispecie per le quali sono stati effettuati gli accantonamenti ai fondi in questione.

Di seguito viene riportata una breve descrizione delle più importanti vertenze in corso, così come riportate dagli amministratori e riscontrate dall'analisi della documentazione fornita, per le quali risultano appostati specifici fondi rischi e/o risultano iscritte partite debitorie nella contabilità sociale.

CONTENZIOSO ANTINCENDIO

Stima rischio fondo riclassificato 5,8 €/mln

Con riferimento alla vertenza relativa al "Fondo antincendi" si segnala che con l'art. 1, comma 1328, della Legge Finanziaria n. 296/2006 (c.d. Legge Finanziaria 2007) il Legislatore ha previsto "due canali di finanziamento della riduzione della spesa pubblica da sostenere per garantire il servizio antincendi negli aeroporti: l'addizionale sui diritti d'imbarco dei passeggeri e il fondo alimentato dalle società aeroportuali", c.d. Fondo Antincendi o Fondo dei Vigili del Fuoco.

Sin dall'entrata in vigore della norma i gestori aeroportuali hanno lamentato:

- che il Fondo Antincendi è utilizzato anche e soprattutto per costi non relativi agli aeroporti;
- che detto Fondo deve essere alimentato da tutti gli operatori che contribuiscono a generare traffico (vettori, *handlers*, ecc.);
- è stato istituito senza alcuna copertura tariffaria diretta e/o indiretta.

Sono stati quindi instaurati da parte delle società di gestione aeroportuale vari giudizi avanti il Giudice Civile, Tributario e Amministrativo nei confronti del Ministero degli Interni/Dipartimento dei Vigili del Fuoco, del Ministero dell'Economia e delle Finanze e dell'ENAC, in cui si è chiesto di accertare, fra l'altro, che i contributi destinati ad alimentare il Fondo Antincendi, dopo che era intervenuta la Legge 28 gennaio 2009 n. 2, erano in realtà destinati per il 100% a finalità del tutto estranee a quelle della riduzione del costo a carico dello Stato per il servizio antincendio negli aeroporti. Si eccepiva, infatti, che la prestazione imposta si presentava come un tributo di scopo, non essendo detta prestazione correlata alla finalità originariamente prevista (sicurezza antincendi negli aeroporti).

Nel 2015 le Amministrazioni hanno sollecitato un apposito intervento legislativo

finalizzato a modificare *ab origine* la disciplina del Fondo Antincendi disponendo norme di favore per le Amministrazioni.

E così, in data 30 dicembre 2015, è stata pubblicata in Gazzetta Ufficiale la Legge 28 dicembre 2015 n. 208 che, all'art. 1, comma 478, ha introdotto a partire dal 1 gennaio 2016 il periodo "e di corrispettivi a carico delle società di gestione aeroportuale relativamente ai servizi antincendi negli aeroporti, di cui all'art. 1, comma 1328 della legge 25 dicembre 2006 n. 296" al fine di far sì che gli stessi "si interpretano nel senso che dalle stesse non sorgono obbligazioni di natura tributaria".

ADV ha sempre tempestivamente e validamente instaurato, di anno in anno, tutti i contenziosi avverso le determinazioni delle quote di contribuzione al Fondo Antincendi, conseguendo alcune importanti sentenze:

- la sentenza positiva della CTP Roma n. 440/2010 che ha accertato la natura di tributo di scopo del Fondo Antincendi annullando l'annualità 2008;
- la sentenza passata in giudicato del TAR Lazio n. 4588/2013 che a sua volta ha accertato la natura di tributo di scopo del Fondo Antincendi e la piena giurisdizione del giudice tributario;
- la sentenza passata in giudicato della CTP Roma n. 10137/51/14 che, ribadendo la natura di tributo di scopo del Fondo Antincendi e la piena giurisdizione del giudice tributario, ha annullato l'annualità 2009, statuendo l'importante e dirimente principio che le società di gestione aeroportuale non sono tenute a corrispondere alcunché per finalità diverse da quelle che non siano l'attivazione del servizio antincendio aeroportuale;
- l'ordinanza della Corte di Cassazione a Sezioni Unite n. 2704 del 28 dicembre 2016, che ha fissato rilevanti principi di diritto, sollevando la questione di legittimità costituzionale del comma 478 della Legge di Stabilità 2016;
- la sentenza positiva della CTR Lazio n. 1154/2016 che ha dichiarato inammissibile l'atto di appello delle Amministrazioni avverso la sentenza della CTP Roma n. 10137/51/14;
- la positiva sentenza della Corte Costituzionale n. 167/2018 che ha disapplicato a partire dal 26 luglio 2018 le disposizioni di legge introdotte dal Legislatore per annullare in via retroattiva e incostituzionalmente gli effetti della sentenza della CTP Roma n. 10137/51/14. Tale sentenza, recependo interamente le doglianze portate avanti nell'interesse dei gestori aeroportuali, ha dichiarato con formula

piena ed assoluta l'illegittimità costituzionale dell'art. 1, comma 478 della legge 28 dicembre 2015, n. 208, facendo, dunque, conseguire tutta una serie di positivi aspetti per le società di gestione aeroportuale che hanno avviato detto contenzioso, da far valere nei contenziosi ancora pendenti;

- la positiva sentenza della Corte di Cassazione a sezioni unite civili n. 3162/2019, depositata l'1 febbraio 2019, con cui è stata definitivamente accertata e stabilita la natura di tributo del contributo da versarsi al Fondo Antincendio ed è stata definitivamente dichiarata la giurisdizione tributaria;
- la positiva sentenza della CTP di Roma n. 2517/2019 pubblicata in data 20/02/2019, con cui il giudice tributario, accogliendo tutte le tesi difensive portate avanti nell'interesse della Società, ha integralmente accolto il ricorso, accertando "la non debenza del tributo a decorrere dal 2009" a causa del venir meno dell'originario scopo legislativo ad opera dell'art. 4, comma 3-bis, del D.L. n. 185 del 2008.

Nel corso dell'esercizio in corso dovrebbero concludersi i contenziosi attualmente pendenti in materia di Fondo Antincendio.

In merito a quanto descritto sopra, nell'esercizio 2022, a seguito della definitività di procedimenti giudiziari su specifiche annualità che hanno visto vincitrice la Società, gli amministratori hanno provveduto allo stralcio delle relative passività iscritte e, alla luce di queste, anche considerando quanto indicato dai propri consulenti legali, ad un aggiornamento della stima del rischio relativo alla contribuzione al Fondo Antincendio.

Attualmente sono aperti solo due giudizi in merito a questa tematica. Il primo pende in Cassazione e riguarda l'impugnazione da parte delle Amministrazioni avverso la sentenza della CTR Lazio n. 7164/2019 favorevole agli aeroporti relativa alle annualità 2007, 2008, 2009 e 2010, già annullate in primo e secondo grado, la cui udienza si è svolta l'11 maggio 2023 e per la quale si è in attesa della pubblicazione della relativa sentenza.

Il secondo contenzioso riguarda la riassunzione da parte dei gestori aeroportuali avanti la CTP di Roma del procedimento n. 43795/2012 ai sensi della sentenza del Tribunale di Roma dell'8 aprile 2022 n. 2017/2022 con cui è stata rinnovata la domanda di annullamento della sola annualità 2012 del valore di € 677.127 in quanto unica annualità determinata da ENAC. Tale procedimento si è concluso con sentenza n.

5768/2023 depositata il 2 maggio 2023 con cui sono stati respinti i ricorsi dei gestori aeroportuali, ritenendo che il Fondo Antincendio non possa essere configurato come tributo di scopo (e/o con vincolo di destinazione); è stato quindi disposto che il contributo è dovuto a prescindere dalla destinazione effettiva o meno delle risorse all'ambito aeroportuale. È in corso la predisposizione dell'atto di appello da parte dei gestori aeroportuali avverso tale sentenza.

CONTENZIOSO ENAV (ENTE NAZIONALE DI ASSISTENZA AL VOLO)

Stima rischio fondo riclassificato (al netto del credito) 2,3 €/mln

Sin dall'avvio dell'attività volativa commerciale sull'Aeroporto Gabriele D'Annunzio di Brescia (luglio 2002) la Società Aeroporto Valerio Catullo S.p.A. ha invano richiesto che ENAV assumesse su di sé l'onere del servizio di assistenza al volo ed effettuasse i relativi investimenti.

ENAV ha invece svolto i servizi di assistenza fatturando le proprie prestazioni a ADV, a differenza di quanto accade su altri scali italiani di minori dimensioni.

Il 3 agosto 2007 è stato adottato il Decreto Interministeriale che sancisce il cambio di status dello scalo di Brescia Montichiari da aeroporto militare aperto al traffico civile ad aeroporto civile.

In particolare, l'art. 2 comma 2 dispone che "I servizi di assistenza per la navigazione aerea sono garantiti da ENAV. I relativi oneri, altrimenti gravanti sul bilancio dello Stato, sono provvisoriamente posti a carico della Società concessionaria fino all'individuazione di idonei mezzi di copertura finanziaria".

ENAV ha interpretato detta norma individuando nel gestore aeroportuale il soggetto a carico del quale sarebbero posti gli oneri per i servizi di assistenza, fatturando, nel corso degli anni, direttamente a ADV.

ADV ha promosso un giudizio per l'accertamento dell'insussistenza di asseriti crediti di ENAV per lo svolgimento dei servizi di navigazione aerea presso l'Aeroporto Gabriele D'Annunzio di Brescia Montichiari.

ENAV si è costituita in giudizio con domanda riconvenzionale, chiedendo di rigettare le domande di ADV e di accertare il diritto di credito di ENAV.

Con sentenza pubblicata il 3 aprile 2017 il Tribunale di Roma ha accolto la domanda riconvenzionale di ENAV, condannando, di conseguenza, ADV al pagamento dell'asserito credito di ENAV, pari a 18,7 €/mln oltre accessori, per lo svolgimento dei

servizi di navigazione aerea presso l'aeroporto di Brescia Montichiari e ha rigettato le domande di manleva di ADV nei confronti del Ministero e di ENAC.

ADV ha poi incaricato i legali di appellare la citata sentenza e di depositare istanza per la sospensiva dell'efficacia esecutiva della stessa.

Nel proprio atto di appello ADV ha chiesto di accertare l'illegittimità delle richieste di pagamento di ENAV nei confronti di ADV per lo svolgimento dei servizi di navigazione aerea presso lo scalo di Brescia, sostenendo principalmente che, avendo ENAV l'obbligo di rendicontare i costi sostenuti per lo svolgimento di detto servizio, il debito di ADV vada ricalcolato proprio in relazione agli importi effettivamente rendicontati, oltre a chiedere la sospensiva della sentenza di I grado.

In data 15 maggio 2017 è stata concessa la sospensiva *inaudita altera parte* di detta sentenza ed è stata fissata udienza di comparizione delle parti per il 6 giugno 2017, poi rinviata al 3 ottobre 2017, per discutere su detta sospensiva.

Con ordinanza del 28 novembre 2017, notificata il 4 dicembre 2017, la Corte di Appello ha disposto la sospensione della sentenza di I grado limitatamente ad una minima parte dell'importo asseritamente dovuto e più precisamente 1,5 €/mln e ha rinviato la causa per la precisazione delle conclusioni all'udienza del 19 ottobre 2021. Detta ordinanza, tuttavia, è apparsa nella sua motivazione errata e contraddittoria. ADV ha ritenuto, pertanto, di depositare ricorso alla Corte di Appello di Roma *ex art. 287 c.p.c.* in cui ha chiesto alla Corte di procedere alla correzione dell'errore di calcolo compiuto nell'ordinanza del 4 dicembre 2017.

In data 9 gennaio 2018 si è svolta l'udienza per la discussione sull'istanza di correzione e, a scioglimento della propria riserva, la Corte di Appello, con ordinanza del 6/02/18 ha disposto la sospensione della sentenza di I grado limitatamente ad una somma maggiore rispetto all'ordinanza del 4 dicembre e precisamente 3,4 €/mln, ma comunque inferiore rispetto a quanto richiesto da ADV.

Poiché anche questa seconda ordinanza della Corte di Appello appariva errata, ADV ha avviato apposita azione di revocazione per errore di fatto processuale. ENAV, inoltre, in data 8 marzo 2018 ha notificato atto di precetto per l'importo di cui alla sentenza di I Grado non oggetto di sospensione, pari a 15,3 €/mln, oltre accessori.

Con sentenza del settembre 2018, la Corte di Appello di Roma ha ritenuto inammissibile il ricorso per revocazione di Catullo per non impugnabilità delle ordinanze cautelari. È divenuta, pertanto, definitiva, l'ordinanza cautelare del 28

novembre 2017, così come rettificata il 6 febbraio 2018.

La capogruppo ha chiesto alla Corte di Appello, nel caso in cui venisse condannata al pagamento degli importi richiesti da ENAV, di pronunciarsi anche sulla propria richiesta allo Stato, ai sensi del D.M. 3 agosto 2007, di rimborso degli oneri in questione quale compenso per i servizi di navigazione aerea svolti dal 3 agosto 2007 al 31 dicembre 2012, e di assegnare eventualmente un termine ai sensi dell'art. 1183 cod. civ. entro il quale lo Stato/Ministero dell'Economia e delle Finanze debba restituire a ADV detti importi. All'udienza del 21 ottobre 2021 la causa è stata trattenuta in decisione.

La Corte di Appello di Roma, in seguito, si è pronunciata con sentenza pubblicata il 25 ottobre 2022, e, in parziale accoglimento dell'appello proposto da ADV, ha limitato la condanna alla minor somma di € 15.330.795,80 oltre interessi legali dalla domanda al saldo e oltre al maggior danno da svalutazione monetaria. È stato accertato che ENAV non ha diritto ad ottenere € 3.398.768 richiesti a titolo di conguaglio in relazione ai servizi resi nel primo e secondo periodo in quanto non ha adempiuto all'onere di fornire idonea rendicontazione dei costi sostenuti in forza di quanto previsto dalla convenzione del 29 luglio 2002.

Si rileva, altresì, come a gennaio 2023 sia stato depositato, nei termini di legge, ricorso in Cassazione, chiedendo di cassare alcune parti della sentenza della Corte di Appello: ad oggi, non è stata ancora fissata l'udienza di discussione.

Nel mese di maggio del 2017 ENAV ha notificato decreto ingiuntivo per il pagamento di un ulteriore asserito credito, pari a 2,3 €/mln, sorto successivamente all'incardinamento del giudizio principale da parte di ADV (a fine 2011) e relativo all'effettuazione dei servizi di navigazione aerea presso l'aeroporto di Brescia nell'anno 2012.

A tale decreto ingiuntivo ADV si è opposta, riproponendo sostanzialmente le stesse argomentazioni già proposte in sede di appello e chiedendo l'annullamento/revoca del decreto ingiuntivo opposto.

In data 14 dicembre 2017 si è svolta la prima udienza di detto giudizio presso il Tribunale di Verona, in cui sono stati esposti al Giudice tutti i termini della controversia. Nel corso del 2018 si è svolta la fase istruttoria del procedimento, a termine del quale il Giudice ha ritenuto di non concedere la provvisoria esecutività al decreto ingiuntivo di ENAV e ha sospeso il giudizio per pregiudizialità rispetto a

quello pendente in Corte di Appello. In data 18 febbraio 2019 è stato notificato ricorso in Cassazione per regolamento di competenza da parte di ENAV con cui è stato chiesto l'annullamento dell'ordinanza di sospensione emessa dal Tribunale di Verona e quindi di far proseguire la causa innanzi il giudice adito in quanto, fra l'altro, non sussistente alcun rapporto di pregiudizialità tra il giudizio pendente avanti la Corte di Appello di Roma e il giudizio dinanzi il Tribunale di Verona sospeso. Con ordinanza del 13 febbraio 2020 la Corte di Cassazione ha accolto il regolamento di competenza proposto da ENAV, mantenendo ferma la sospensione dell'efficacia esecutiva del decreto ingiuntivo opposto. In ragione di ciò ENAV ha provveduto alla riassunzione del giudizio in questione avanti il Tribunale di Verona: l'udienza per la prosecuzione della causa si è svolta in data 10 giugno 2021 e nel corso dell'esercizio sociale 2022 si è conclusa la fase istruttoria.

In data 27 aprile 2023 si è svolta l'udienza di precisazione delle conclusioni ed è stato concesso termine al 26 giugno 2023 per la conclusionale e al 17 luglio 2023 per la memoria di replica; è ragionevole attendere la sentenza per la fine dell'anno in corso. Sulla base di quanto descritto e degli eventi avvenuti nel corso dell'esercizio sociale 2022, gli amministratori hanno ritenuto di riflettere il rischio relativo a tale vicenda in un importo pari al valore di iscrizione del credito verso ENAV (11,6 €/mln) e delle richieste di controparte relativamente di cui al decreto ingiuntivo presso il Tribunale di Verona.

CONTENZIOSO "ADDIZIONALE COMUNALE"

Stima rischio fondo riclassificato 22,7 €/mln

Nel settore aeroportuale esiste la cosiddetta "Addizionale comunale" sui diritti di imbarco dei passeggeri istituita dalla c.d. legge finanziaria 2004 (art. 2, comma 11, n. 350/2003) e successive modifiche ed integrazioni, che viene pagata dai passeggeri alle compagnie aeree e da queste ai gestori.

La Società di gestione deve conseguentemente, con periodicità mensile, versare le somme ricevute a tale titolo a favore del bilancio dello Stato e dell'INPS.

La riforma Fornero (l. n. 92/2012), a partire da luglio 2012, ha previsto specificatamente il pagamento di una sanzione civile in caso di mancato o ritardato pagamento da parte del gestore aeroportuale dell'Addizionale Comunale riferita alla quota di competenza INPS. È stata inoltre introdotta una sanzione amministrativa in

caso di inadempienza rispetto agli obblighi di comunicazione all'INPS contenente le informazioni inerenti all'addizionale passeggeri.

ADV ha maturato un debito per addizionale comunale, incassata in esercizi antecedenti al 2013 e non versata, di circa 20 €/mln; a fine 2017 l'organo amministrativo di ADV ha deliberato l'avvio dell'azione civile volta ad accertare e far dichiarare la prescrizione del diritto degli enti competenti al pagamento di tale importo.

Nel corso del 2018 ADV ha provveduto a notificare - nei confronti della Presidenza del Consiglio dei Ministri, del Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti e del Ministero dell'Interno - l'atto di citazione avanti il Tribunale di Roma, Sezione Ordinaria per l'accertamento dell'intervenuta prescrizione del diritto dei Ministeri al pagamento dell'Addizionale Comunale pari a 6,6 €/mln.

Contestualmente ha proceduto con il deposito del Ricorso ex art. 442 c.p.c. (avanti il Tribunale di Roma, Sezione Lavoro) nei confronti dell'INPS per l'accertamento dell'intervenuta prescrizione del diritto dell'Ente al pagamento dell'Addizionale Comunale pari a euro 13,3 €/mln.

Nel procedimento contro INPS, all'udienza del 30 novembre 2021, il Giudice ha comunicato l'accoglimento del ricorso di ADV. In data 22 febbraio 2022 è stata pubblicata la favorevole sentenza con cui è stata dichiarata l'intervenuta prescrizione del diritto dell'INPS al pagamento dell'addizionale comunale incassata da ADV. Tale sentenza è stata oggetto di impugnativa da parte di INPS innanzi la Corte di Appello di Venezia e la prima udienza, fissata per il 29 giugno 2023, è stata rinviata d'ufficio al 3 ottobre 2024.

Per quanto riguarda, invece, il procedimento contro i Ministeri si rileva come la fase istruttoria sia terminata e in data 5 aprile 2022 si sia fissata l'udienza di precisazione delle conclusioni, rinviata dapprima al 16 maggio 2023, e successivamente al 26 ottobre 2023.

CONTENZIOSO ENI / ENAC (ENTE NAZIONALE AVIAZIONE CIVILE)

Stima rischio fondo riclassificato 1,0 €/mln

Si tratta di una vertenza azionata da Eni contro ENAC, alcune compagnie aeree e varie società di gestione aeroportuale (ADV) nella quale ENI chiede la condanna delle compagnie al pagamento delle somme corrispondenti al canone per la sub-concessione di spazi che Eni deve a sua volta ai gestori.

Per quanto attiene ADV, ENI chiede ad ENAC e alle società di gestione aeroportuale la restituzione delle somme versate in passato, in eccesso rispetto alle tariffe pattuite contrattualmente.

Il canone infatti dapprima era pattuito contrattualmente tra ENI e ADV e, in seguito, tramite nota di ENAC è stato stabilito normativamente un coefficiente.

Con sentenza pubblicata il 12 aprile 2017 il Tribunale di Roma ha dichiarato il difetto di giurisdizione del giudice ordinario. In data 13 novembre 2017 è stato notificato atto di appello da parte di un vettore. Nel corso del 2018 la Corte di Appello ha dichiarato la giurisdizione del giudice ordinario e ha rimesso la causa avanti il Tribunale di Roma, la cui prima udienza si è tenuta a maggio 2019. Attualmente è in corso la fase istruttoria. Si rileva come, nel corso del 2021, a seguito della sospensione del procedimento per la pandemia, è iniziata la CTU contabile disposta per accertare i costi sostenuti dai singoli gestori aeroportuali nel periodo oggetto di causa per consentire a ENI lo svolgimento dell'attività di fornitura del carburante, nonché la remunerazione del capitale che era equo esigere per la prestazione di tale servizio.

CONTENZIOSO IMU

Stima rischio fondo riclassificato 0 €/mln

Nel corso del 2017 e del 2018 sono stati notificati tre avvisi di accertamento IMU per le annualità 2010, 2011 e 2012 relativamente allo scalo di Brescia Montichiari; altresì nel corso del 2019 sono state notificate due rettifiche catastali operate dall'Agenzia delle Entrate di Brescia in riferimento a edifici di origine militare situati presso il suddetto aeroporto in aggiunta a ulteriori sei avvisi di accertamento IMU per le annualità dal 2013 al 2018 relativamente allo stesso. Tutti detti avvisi di accertamento catastale sono stati impugnati da parte di ADV avanti il Giudice tributario di Brescia in quanto concernenti fabbricati funzionali all'attività economica.

Nel corso del 2020 ADV ha conseguito due favorevoli sentenze; una relativa alle annualità 2010, 2011 e 2012 - i cui procedimenti erano stati riuniti - con cui il giudice tributario di primo grado ha statuito l'accoglimento del ricorso e l'altra relativa agli edifici di origine militare (i.e. rettifiche catastali), con cui, in accoglimento delle richieste di ADV, si è stabilito che trattasi di fabbricati che non hanno funzionalità autonoma e che devono essere inquadrati catastalmente in categoria esente, alla stregua del compendio aeroportuale. Entrambe dette sentenze sono state appellate da

controparte.

L'appello relativo alle annualità 2010, 2011, 2012 ha visto la conclusione con una sentenza favorevole per ADV ove è stata disposta la conferma della sentenza di primo grado. È stato notificato ricorso per Cassazione da parte dell'Agenzia delle Entrate il 20 aprile 2023, ADV si è costituita il 30 maggio 2023 e si è in attesa di fissazione dell'udienza.

Per quanto riguarda, invece, l'appello in merito alle rettifiche catastali in data 22 febbraio 2023 è stata pubblicata la sentenza di appello che ha disposto la mancanza di legittimazione ad agire da parte di ADV poiché l'unico soggetto legittimato ad impugnare gli avvisi di classamento e rettifica catastale è il Demanio. Tale sentenza, ad ogni modo, non ha dichiarato la definitività degli atti impugnati anche nei confronti di ADV a cui permarrà la titolarità di impugnare eventuali avvisi di accertamento notificati alla Società.

Infine, con riferimento agli avvisi di accertamento IMU per gli anni dal 2013 al 2018 si rileva come in primo grado ADV abbia ottenuto una sentenza favorevole nel dicembre 2022. Il 15 giugno 2023 tale sentenza è stata impugnata da parte dell'Agenzia Entrate avanti la Commissione di Giustizia Tributaria di secondo grado; ADV dovrà costituirsi entro il termine del 14 settembre 2023.

* * *

Per quanto riguarda gli eventuali riflessi finanziari del "Fondo rischi e oneri", che tenuto conto delle riclassificazioni sopra effettuate ammonta a complessivi 52,6 €/mln (fronteggiati da un credito di 11,6 €/mln verso ENAV e con le precisazioni sopra riportate riguardanti i fondi di manutenzione straordinaria), si evidenzia come gli stessi non risultino spesi all'interno dei flussi di cassa prospettici del Nuovo Piano, il che, obiettivamente costituisce: (i) da un lato, una contraddizione tra l'aver ritenuto probabile la verifica di un rischio e non averne rappresentato gli adeguati probabilistici riflessi finanziari, e (ii) dall'altro, un significativo potenziale limite all'operatività del Nuovo Piano stesso.

Inoltre, l'esito infausto dei contenziosi potrà incidere anche su talune assunzioni del Nuovo Piano fondate sulle tesi difensive delle Società del Gruppo, le più importanti delle quali, occorre ricordare, sono supportate dalle importanti recenti positive sentenze.

La questione, data la sua assoluta rilevanza, sarà affrontata nel capitolo 8..

6. IL NUOVO PIANO INDUSTRIALE 2023-2032 DEL GRUPPO ADV

6.1. METODOLOGIE DI APPROCCIO ALLA VALUTAZIONE DI UN PIANO INDUSTRIALE DI GRUPPO

La valutazione di un piano aziendale deve basarsi non solo sulla veridicità dei dati aziendali¹², ma anche sulla fattibilità del piano stesso, cioè sulla ragionevolezza delle ipotesi su cui si fonda e sulla sua capacità di ristabilire, ove questo sia stato compromesso, e mantenere l'equilibrio economico e finanziario nel tempo.

Qualsiasi piano però, nella stragrande maggioranza dei casi, non potrà trovare attuazione ove l'implementazione dello stesso non sia assicurata da un adeguato supporto finanziario da parte dei creditori e/o dei soci delle entità giuridiche coinvolte. Quindi, una volta esaminate le assunzioni alla base delle aspettative operative del piano, occorrerà verificare l'esistenza di accordi con i creditori finanziari e/o i soci che garantiscano il sostegno finanziario necessario per tutta la durata del piano o almeno delle condizioni per ottenere nuove forme di finanziamento.

Senza tali accordi e/o condizioni, che assicurino al piano la necessaria liquidità secondo le previsioni stabilite, il piano stesso non sarebbe credibile e non potrebbe essere considerato valido.

Pertanto, nel caso in esame, occorrerà verificare che il Nuovo Piano sia in grado di mantenere l'equilibrio economico e finanziario del Gruppo ADV e al tempo stesso realizzare l'importante piano di investimenti in esso previsto.

Per quanto riguarda le interrelazioni tra le Società del Gruppo si è già avuto occasione di chiarire nel paragrafo 2.6. che l'esistenza di un rapporto di *cash pooling* tra ADV e GDA di fatto garantisce contro il rischio di disequilibri tra uno e l'altro soggetto giuridico, tali da mettere gli stessi in condizioni di pericolo, seppure per un limitato periodo.

¹² Si ricorda che il presente incarico esplicitamente non comprende la verifica della veridicità dei dati aziendali.

6.2. LE LINEE GUIDA DEL NUOVO PIANO INDUSTRIALE

Il Piano 2023-2032 del Gruppo ADV si basa sempre sulle due BU Verona e Brescia e, sostanzialmente in linea con il Piano 2021, prevede:

- a) per la BU aeroporto di Verona, il recupero dei livelli di traffico pre-pandemia Covid-19 nell'anno 2023, e in seguito un incremento del traffico per raggiungere il livello di c.a. 5,5 milioni di passeggeri nel 2032 rispetto ai 3,6 milioni del 2019;
- b) per la BU aeroporto di Brescia, il consolidamento dei volumi acquisiti nel periodo 2019-2021 e un'importante crescita del traffico merci nel periodo 2027-2030 con il raggiungimento di c.a. 173.000 tons. nel 2032;
- c) la realizzazione di importanti investimenti:
 - necessari per il rispetto delle prescrizioni in tema di sicurezza, salute, prevenzione incendi, sismica e ambientale (tra cui la sostituzione delle macchine di controllo dei bagagli denominate EDS);
 - che costituiscono imprescindibile presupposto per il raggiungimento dei livelli di traffico passeggeri e merci ipotizzati nel Nuovo Piano (nuovo *terminal* passeggeri e magazzini cargo, potenziamento sottosistemi funzionali, ampliamento *stand* sosta aeromobili, potenziamento infrastrutture di servizio di rampa e di volo, etc.);
 - necessari per mantenere le strutture e gli impianti in efficienza (riqualifica pavimentazioni, immobili, strutture, apparecchiature e impianti, etc.);
 - che permetteranno un innalzamento della qualità dei servizi offerti agli utilizzatori dei due aeroporti e un efficientamento di alcuni costi operativi (ampliamento dell'offerta commerciale, parcheggi, etc.);
 - in sostanza, indispensabili per competere con gli aeroporti limitrofi, pena il declino e generazione di una nuova, seppur diversa, quanto a cause, situazione di difficoltà.

Al fine di consentire una migliore comprensione del Nuovo Piano, qui di seguito si offre una rappresentazione grafica dell'andamento delle principali grandezze economiche del Gruppo ADV previste per l'arco di piano, raffrontandolo con i risultati storici conseguiti nel periodo 2021-2022.

In particolare, sono stati rielaborati i dati di piano al fine di illustrare l'andamento dei (i) Ricavi e Ebitda in valore assoluto a livello di Gruppo, (ii) Ricavi ed Ebitda delle due BU, in termini di incidenza sia assoluta che relativa rispetto ai dati consolidati di

gruppo, (iii) incidenza percentuale dell'Ebitda sui ricavi, sia a livello di singola BU che a livello consolidato e (iv) Capitale investito a livello di Gruppo.

Grafico 14 - Ricavi, Ebitda ed Ebitda *margin* a livello consolidato (€/mln)

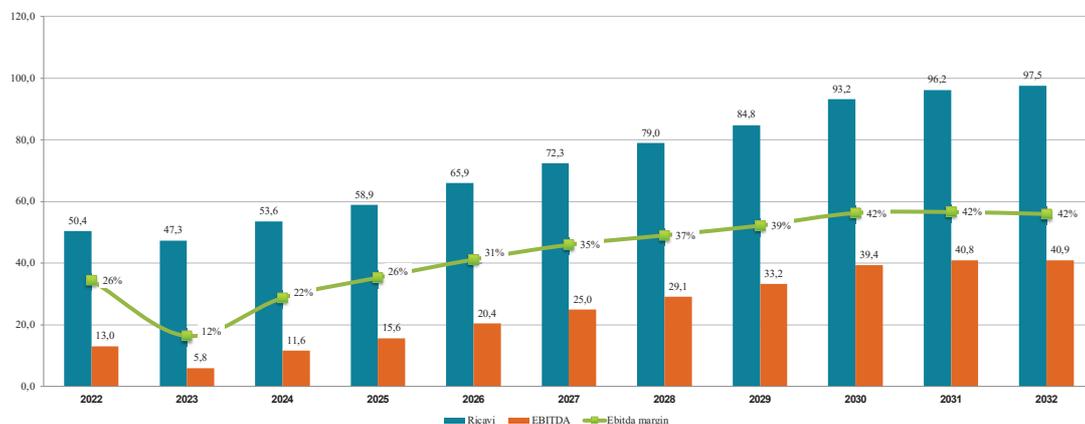


Grafico 15 - Ricavi, Ebitda ed Ebitda *margin* BU Verona (€/mln)

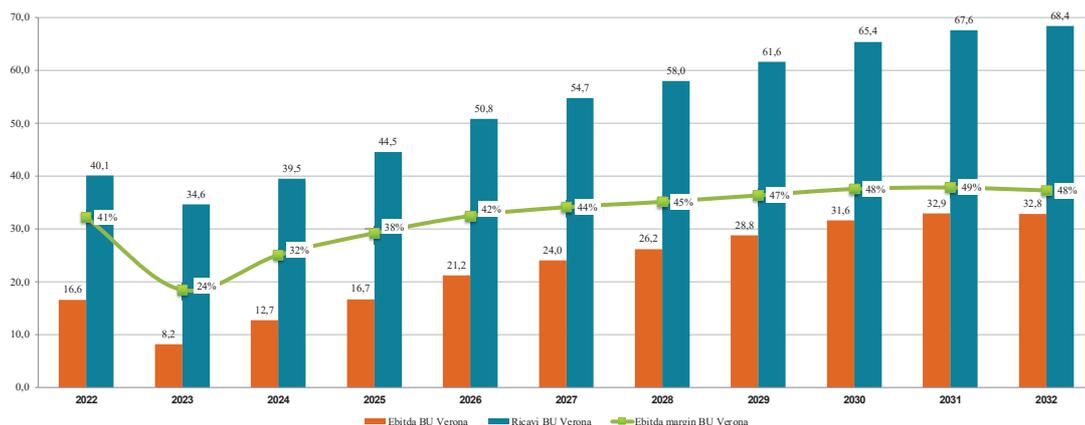


Grafico 16 - Ricavi, Ebitda ed Ebitda *margin* BU Brescia (€/mln)



Gráfico 17 - Evoluzione ricavi per BU (€/mln)

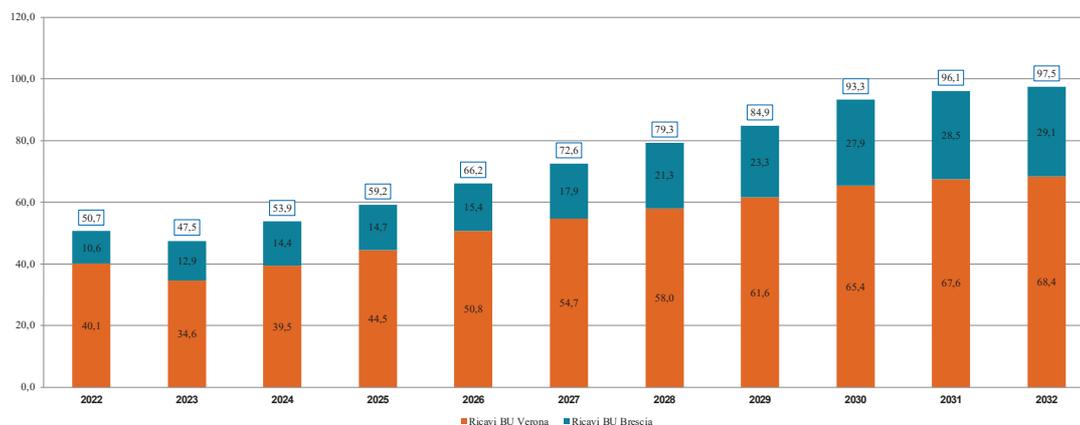


Gráfico 18 - Evoluzione Ebitda per BU (€/mln)

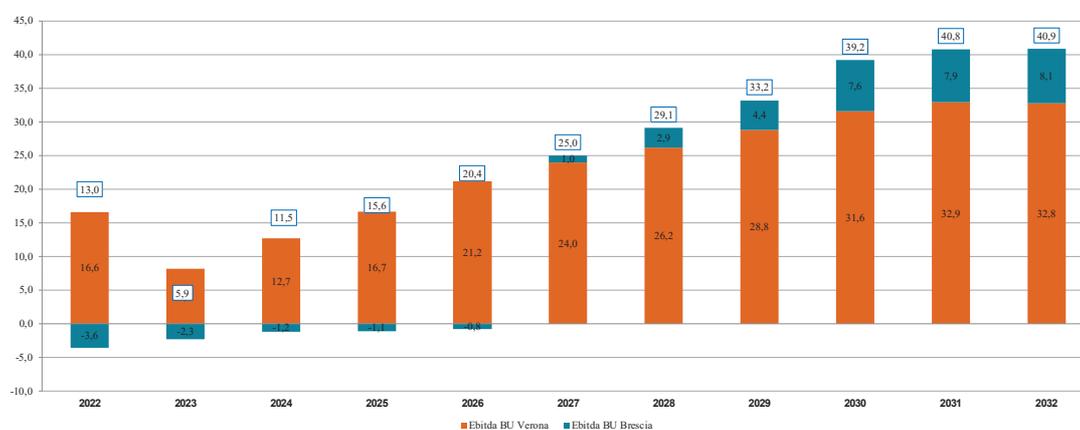


Gráfico 19 - Evoluzione incidenza percentuale ricavi per BU

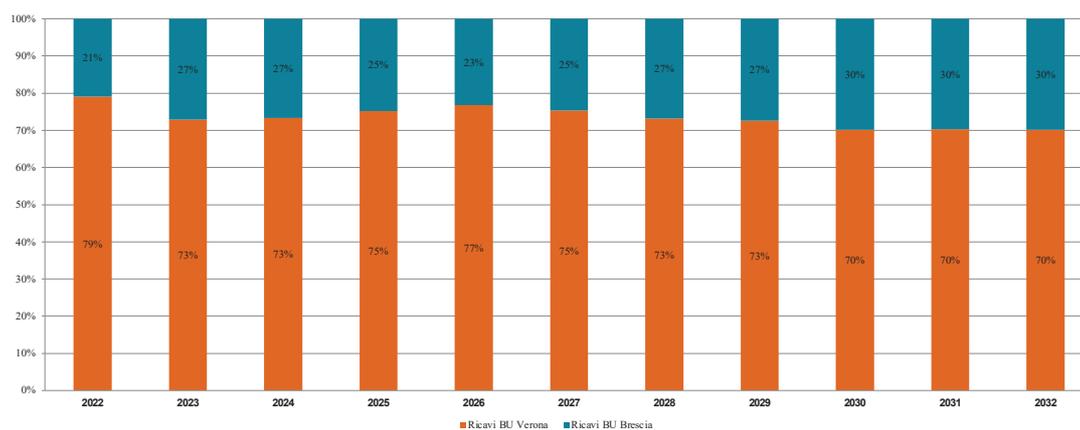


Grafico 20 - Evoluzione incidenza percentuale Ebitda per BU

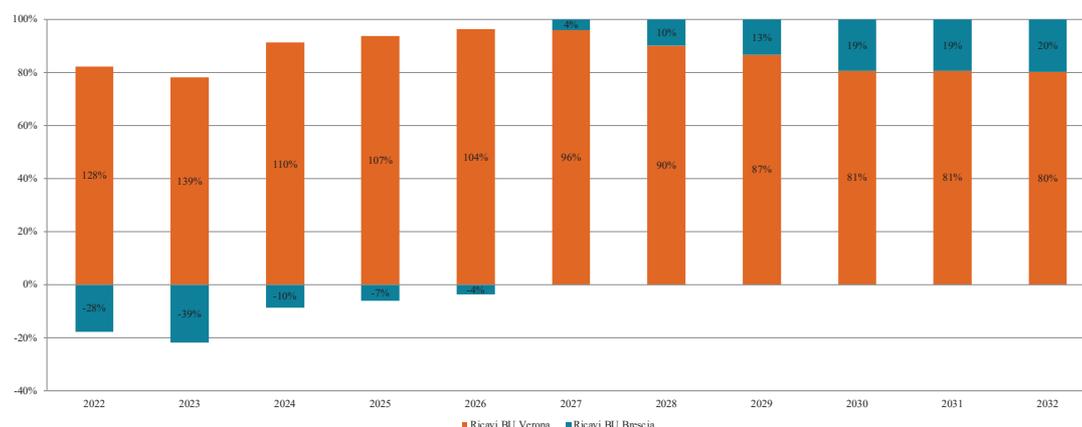
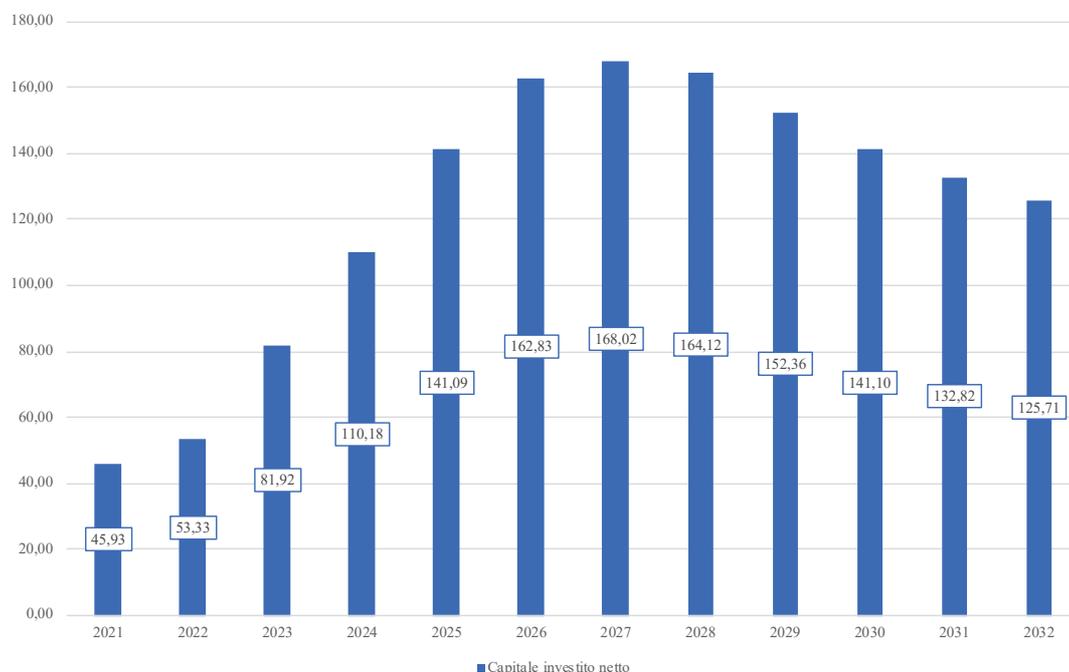


Grafico 21 - Evoluzione capitale investito a livello consolidato (€/mln)



I grafici sopra riportati consentono di rilevare che il Nuovo Piano assume:

1. per quanto riguarda i ricavi consolidati, una crescita dai c.a. 25,9 €/mln del 2021 ai 97,5 €/mln del 2032 per effetto, come già ipotizzato nel Piano 2021, della crescita sia del traffico passeggeri sia di quello merci, con una crescita annua media nel periodo 2023-232 dell'8,4%;
2. con riferimento alle incidenze dei ricavi delle due BU, il progressivo incremento del contributo derivante dalla BU Verona fino al 2026 e successivamente quello della BU Brescia, per assestarsi dal 2030 su un rapporto 70/30;

3. per quanto riguarda le incidenze delle due BU rispetto al BU Ebitda il raggiungimento del pareggio per la BU Brescia a partire dall'anno 2027 (ovvero 4 anni dopo rispetto a quanto precedentemente previsto nel Piano 2021) e un contributo a fine Piano della stessa pari al 20% rispetto al dato consolidato;
4. un significativo incremento dell'Ebitda consolidato che è previsto passi dai 5,8 €/mln del 2023 (circa -48% rispetto al risultato atteso nel Piano 2021) ai 40,9 €/mln del 2032 e un Ebitda *margin* che è previsto si incrementi dal 12% del 2023 al 42% previsto a fine Nuovo Piano, che, come si era già avuto modo di spiegare in commento al Piano 2021, trova spiegazione nelle caratteristiche intrinseche delle attività aeroportuali, dove le economie di scala assumono particolare rilevanza;
5. una forte crescita del capitale investito che passa dai 45,9 €/mln del 2021 ai 125,7 €/mln di fine Nuovo Piano.

In linea generale, il Nuovo Piano 2023-2032, in continuità con il Piano 2021, prevede che tali obiettivi/grandezze siano raggiunti attraverso:

1. la realizzazione del piano degli investimenti – così come modificato rispetto a quello del Piano 2021 – che permetterà di cogliere le opportunità di crescita offerte dai mercati di riferimento delle due BU;
3. un sensibile incremento del rapporto $\frac{\text{Ricavi unitari}}{\text{costi operativi unitari}}$ ascrivibile sostanzialmente all'incremento del volume dei passeggeri e delle merci; il *management* del Gruppo ADV ha in ogni caso previsto interventi finalizzati ad un più efficiente utilizzo delle risorse operative;
2. per quanto riguarda la BU Brescia la maggiore focalizzazione sui servizi a più alto valore aggiunto, permessa anche dalla realizzazione degli investimenti programmati.

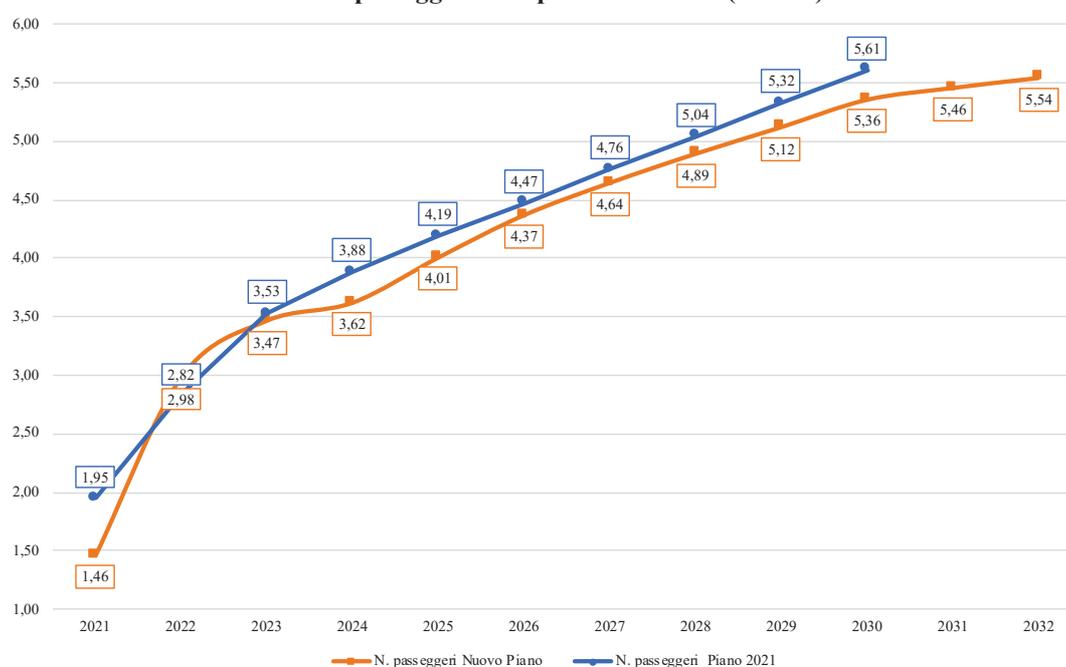
Ciò premesso, nei paragrafi che seguono lo scrivente analizzerà e commenterà le previsioni delle due BU unitamente alle assunzioni rispetto agli interventi strutturali maggiormente rilevanti ipotizzati per consentire il raggiungimento degli obiettivi fissati dal Nuovo Piano.

6.3. LA BU DELL'AEROPORTO DI VERONA VILLAFRANCA

6.3.1 LA PREVISIONE DEL TRAFFICO DELL'AEROPORTO DI VERONA

Il Nuovo Piano della BU Verona si fonda sempre sulla previsione del traffico passeggeri la cui curva di crescita, come meglio rappresentato nel successivo grafico, è in linea con quella ritenuta “più probabile” nel Piano 2021, salvo una prudenziale revisione al ribasso del 4% medio per il periodo 2023-2030 che riflette le stime realizzate da ASM Global Rote Development¹³ nel documento “*Long Term Traffic Forecast to 2050 Verona Airport*” di febbraio 2023.

Grafico 22 - Curve del traffico passeggeri Aeroporto di Verona (milioni)



Il tasso annuo di crescita media nell'orizzonte temporale 2023-2032 è del 5% (6% se si considera il periodo 2023-2030, ovvero -1% rispetto al Piano 2021).

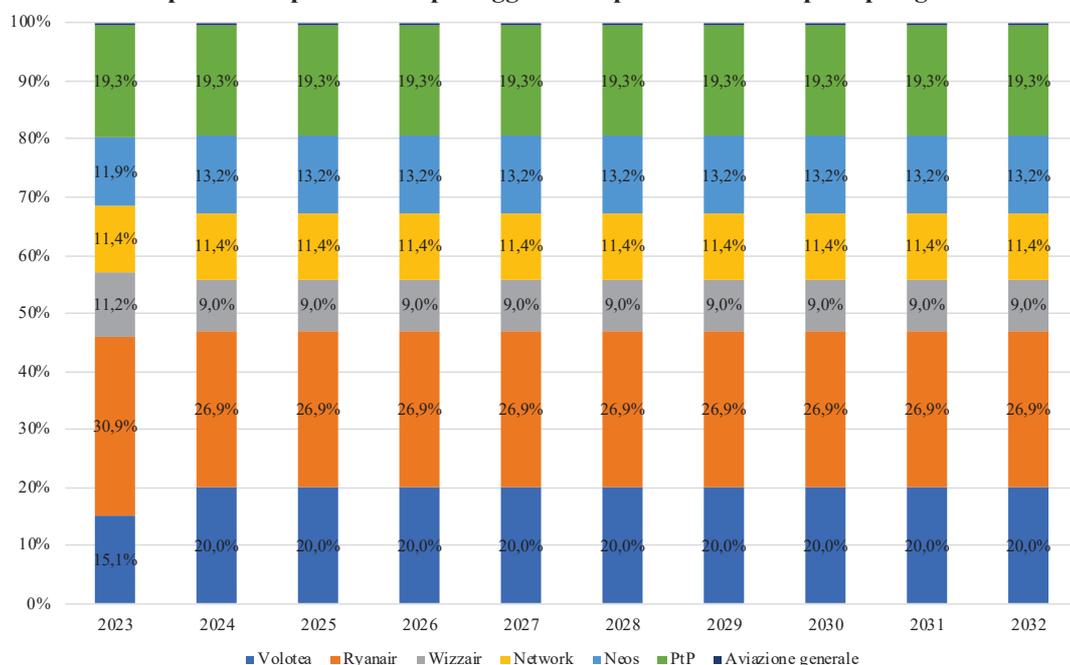
Per quanto riguarda invece la ripartizione in valori assoluti e percentuali del traffico le ipotesi alla base del Nuovo Piano sono riportate nella tabella e nel grafico seguente

¹³ Società di consulenza inglese specializzata nel mercato dell'aviazione.

Tabella 14 - Numero passeggeri Aeroporto di Verona per tipologia (milioni)

N. pax	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Volotea	0,52	0,72	0,80	0,87	0,93	0,98	1,02	1,07	1,09	1,11
Ryanair	1,07	0,98	1,08	1,18	1,25	1,32	1,38	1,44	1,47	1,49
Wizzair	0,39	0,33	0,36	0,39	0,42	0,44	0,46	0,48	0,49	0,50
Network	0,39	0,41	0,46	0,50	0,53	0,56	0,58	0,61	0,62	0,63
Neos	0,41	0,48	0,53	0,58	0,61	0,65	0,68	0,71	0,72	0,73
PtP	0,67	0,70	0,77	0,84	0,90	0,94	0,99	1,03	1,05	1,07
Aviazione generale	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01	0,01
Totale	3,47	3,62	4,01	4,37	4,64	4,89	5,12	5,36	5,46	5,54

Grafico 23 - Ripartizione percentuale passeggeri Aeroporto di Verona per tipologia



Il recupero dei fatturati pre-Covid è previsto avvenga tra il 2023 e il 2024, come sostanzialmente già ipotizzato nel Piano 2021, e la successiva crescita si basa principalmente sul traffico *Low cost* (Volotea, Ryanair e Wizzair) e in misura inferiore sul *Network*, il *Charter* e il *Point to point* (rotta aerea di solito esercita da un *Full Service Carrier* che ha inizio in un aeroporto e fine in un altro, senza coincidenze).

Sotto questo profilo il Nuovo Piano rimane di fatto allineato alle assunzioni del Piano 2021, pertanto restano valide le considerazioni già svolte dallo scrivente nella Relazione 2021 che ritenevano convincenti le ipotesi di crescita del volume dei passeggeri illustrate dal *management* aziendale, basate ovvero su una strategia di ampliamento dell'offerta di voli nazionali e internazionali, in modo da sfruttare la

doppia peculiarità del territorio, a forte vocazione turistica e ad alta concentrazione industriale, attraendo sempre più passeggeri che costituiscono il suo naturale bacino di utenza e l'interesse delle compagnie di volo.

Per quanto riguarda il CAGR dei passeggeri movimentati dalle due principali compagnie aeree operanti sullo scalo di Verona, lo scrivente ha potuto in primo luogo appurare che, rispetto alle previsioni del Piano 2021, i passeggeri Ryanair nel 2022 sono più che raddoppiati e che il Nuovo Piano prevede una crescita annua media del 4% nel periodo 2023-2032; per Volotea, invece, si è registrata una contrazione nel numero di passeggeri movimentati nel 2022 e di quelli attesi nell'arco temporale del Nuovo Piano rispetto alle previsioni del Piano 2021, ma tale riduzione risulta ampiamente bilanciata dal traffico generato e che si attende per il futuro da Wizzair; a livello aggregato la crescita media annua attesa per le due compagnie è del 7%.

6.3.2 IL CONTO ECONOMICO DELL'AEROPORTO DI VERONA

Sulla base dei volumi di traffico previsti il *management* ha elaborato i conti economici previsionali (fino a livello dell'Ebit) della BU Verona che vengono riportati di seguito:

Tabella 15 - Conto economico a livello di Ebit della BU Verona (€/mln)

Conto Economico	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Regulated	10,40	19,70	21,60	30,30	33,50	35,90	38,30	39,20	41,10	43,10	44,10	41,10
Incentive	-2,60	-3,40	-3,30	-8,30	-9,00	-9,00	-9,30	-8,70	-8,80	-8,90	-8,80	-6,00
Not regulated	0,07	0,10	0,20	0,20	0,20	0,20	0,20	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30
Aviation revenues	7,90	16,40	18,50	22,20	24,80	27,10	29,20	30,70	32,60	34,50	35,60	35,40
Retail	1,50	2,80	3,40	3,70	4,10	6,10	6,70	7,30	8,10	8,80	9,10	9,40
F&B	0,80	2,00	2,30	2,60	2,80	3,90	4,20	4,50	4,80	5,00	5,20	5,40
Advertising	0,60	1,10	1,20	1,30	1,70	1,70	1,90	2,00	2,10	2,30	2,40	2,40
Parking	2,00	3,30	4,70	5,10	5,70	6,40	6,90	7,40	7,90	8,40	8,70	9,10
Rental car	0,60	1,10	1,30	1,40	1,60	1,70	1,80	1,90	2,00	2,10	2,10	2,10
Fees (Canoni)	0,60	0,90	0,90	0,90	0,90	0,90	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,10
VIP Lounge	0,00	0,00	0,00	0,00	0,50	0,50	0,60	0,60	0,60	0,70	0,70	0,70
Non Aviation revenues	6,02	11,30	13,90	14,90	17,30	21,20	23,00	24,70	26,50	28,30	29,30	30,30
Other revenues	2,27	12,40	2,30	2,30	2,40	2,40	2,50	2,50	2,60	2,60	2,70	2,70
Total revenues	16,10	40,10	34,60	39,50	44,50	50,80	54,70	58,00	61,60	65,40	67,60	68,40
<i>Cost of Personnel</i>	5,30	7,00	8,10	8,20	8,90	9,10	9,30	9,50	9,80	10,00	10,20	10,40
<i>Concession fee</i>	1,30	2,30	2,40	2,60	2,90	3,20	3,50	3,80	4,00	4,30	4,40	4,60
<i>Cost of structure</i>	10,60	14,10	16,00	15,90	16,00	17,30	17,90	18,40	19,00	19,60	20,10	20,60
Operating costs	17,20	23,40	26,50	26,70	27,80	29,60	30,70	31,70	32,80	33,90	34,70	35,50
EBITDA	-1,10	16,60	8,20	12,70	16,70	21,20	24,00	26,20	28,80	31,60	32,90	32,80
Depreciation & Amortization	3,74	5,49	6,09	8,20	10,08	10,99	11,34	11,62	11,69	11,58	11,60	11,84
<i>Of which amortization</i>	2,66	4,58	5,43	7,51	9,37	10,26	10,58	10,84	10,88	10,75	10,75	10,96
<i>Fondo rinnovamento e accantonamenti</i>	1,08	0,91	0,66	0,69	0,71	0,74	0,76	0,78	0,80	0,83	0,85	0,88
EBIT	-4,85	11,16	2,08	4,53	6,60	10,19	12,63	14,61	17,14	20,01	21,30	21,01

I ricavi dell'aeroporto di Verona si suddividono sostanzialmente in due macro-segmenti:

- a) i c.d. “ricavi *aviation*”, quasi tutti regolamentati, derivanti principalmente dall’addebito alle compagnie aeree dei diritti aeroportuali per l'utilizzo delle infrastrutture e dei servizi che sono forniti esclusivamente dal gestore aeroportuale e che sono connessi all'atterraggio, al decollo, all'illuminazione e al parcheggio degli aeromobili, alle operazioni relative ai passeggeri e alle merci, nonché all'utilizzo delle infrastrutture centralizzate, dei beni di uso comune e di uso esclusivo (quali ad esempio banchi accettazione e *gates* di imbarco, uffici, magazzini e spogliatoi, etc.).
- b) i c.d. “ricavi *non aviation*”, derivanti principalmente dalle sub concessioni degli spazi e dalla gestione del parcheggio auto.

Poiché presso l’aeroporto di Verona i servizi di *handling* dei bagagli e delle merci sono forniti da società esterne al Gruppo ADV e fatturati direttamente da queste ai vettori i ricavi c.d. *aviation* sono rappresentati principalmente dai diritti aeroportuali.

Il quadro normativo regolatorio attualmente applicato da ADV è regolato dalla Delibera dell'Autorità di Regolazione dei Trasporti (già definita “**ART**”) n.92/2017 che definisce i criteri e le regole di calcolo delle tariffe applicate ai vettori sulla base delle previsioni di traffico, dello sviluppo dei costi operativi, del piano investimenti e degli standard di qualità e ambientali raggiunti.

Nel 2022 ART ha attivato la procedura di revisione dei modelli che trova applicazione a partire dal mese di aprile 2023 (Delibera 38/2023).

Il nuovo modello tariffario sarà applicato dal prossimo periodo regolatorio 2024-2027 e conferma le regole fondamentali già previste nei modelli 2017.

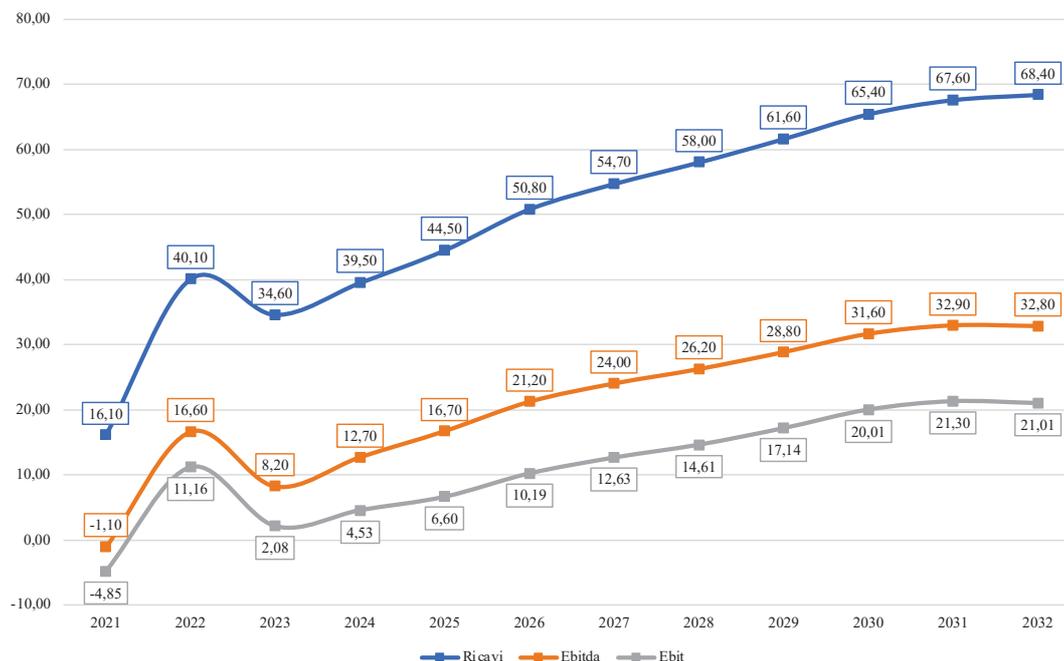
Il WACC approvato da ART per la prossima regolamentazione è pari al 5,8%, valore a cui il Nuovo Piano risulta essersi correttamente adeguato.

Il periodo regolatorio è di 4 anni e il quadro normativo è soggetto a revisioni annuali con ART per un puntuale aggiornamento delle tariffe in funzione degli investimenti effettivamente realizzati.

Le tariffe applicate ai vettori sono correlate all’attività di aviazione e soggette alla citata regolamentazione, ove non integrata e/o derogata da specifici accordi commerciali, mentre le attività c.d. “*non aviation*” sono interamente liberalizzate.

Gli obiettivi che il Nuovo Piano ipotizza di raggiungere in termini di ricavi, Ebitda ed Ebit sono rappresentati nel grafico che segue così come raffrontati con i risultati conseguiti nell’ultimo biennio 2021-2022.

Grafico 24 - Ricavi, Ebitda ed Ebit della BU Verona (€/mln)



Come si può evincere dalla lettura del grafico che precede, il Nuovo Piano prevede:

- con riferimento ai ricavi, un CAGR complessivo del periodo 2023-2032 pari all'8,0%;
- per quanto riguarda l'Ebitda, un CAGR pari al 17,7% nello stesso orizzonte temporale;

crescite sostanzialmente allineate a quelle già previste dal Piano 2021.

A completamento del quadro sopra descritto, nei grafici che seguono è stata rappresentato l'andamento dei ricavi tipici (*aviation* e non *aviation*)¹⁴ e dei costi operativi al variare del numero dei passeggeri, dove appare evidente che l'incremento dell'Ebitda è strettamente correlato all'aumento del traffico.

¹⁴ Analogamente a quanto fatto nella Relazione 2021, nelle rappresentazioni grafiche non sono stati considerati gli altri ricavi, costituiti principalmente da riaddebiti di costi, capitalizzazioni e ricavi diversi, la cui media nel periodo 2023-2032 ammonta a c.a. € 2,5 milioni.

Grafico 25 - Evoluzione dei ricavi *aviation* e non *aviation* al variare dei passeggeri (€/mln)

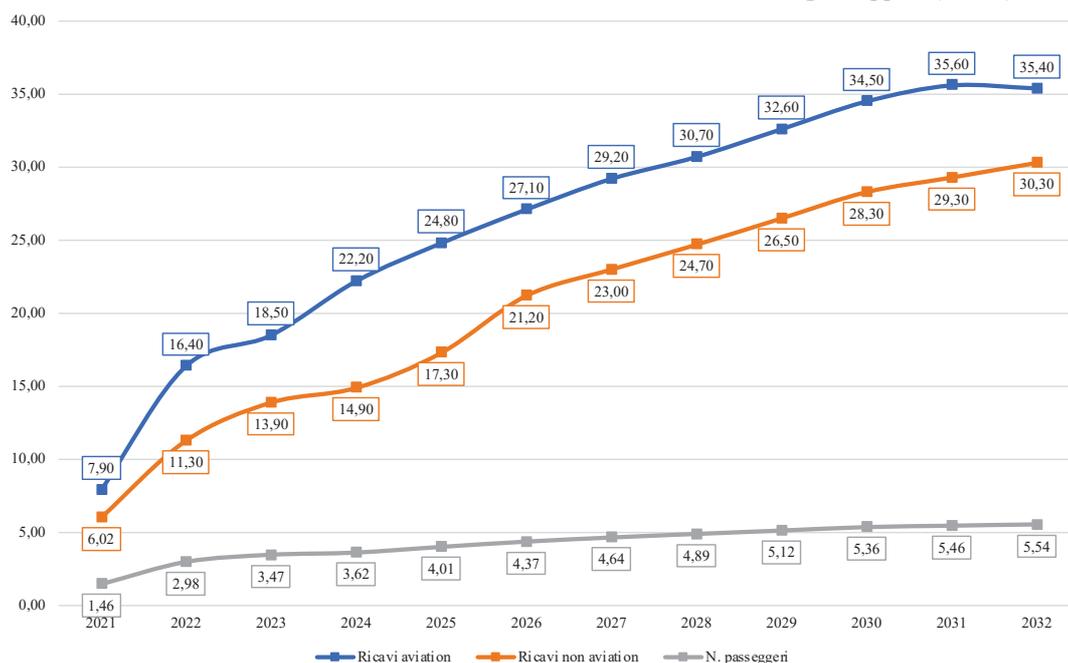
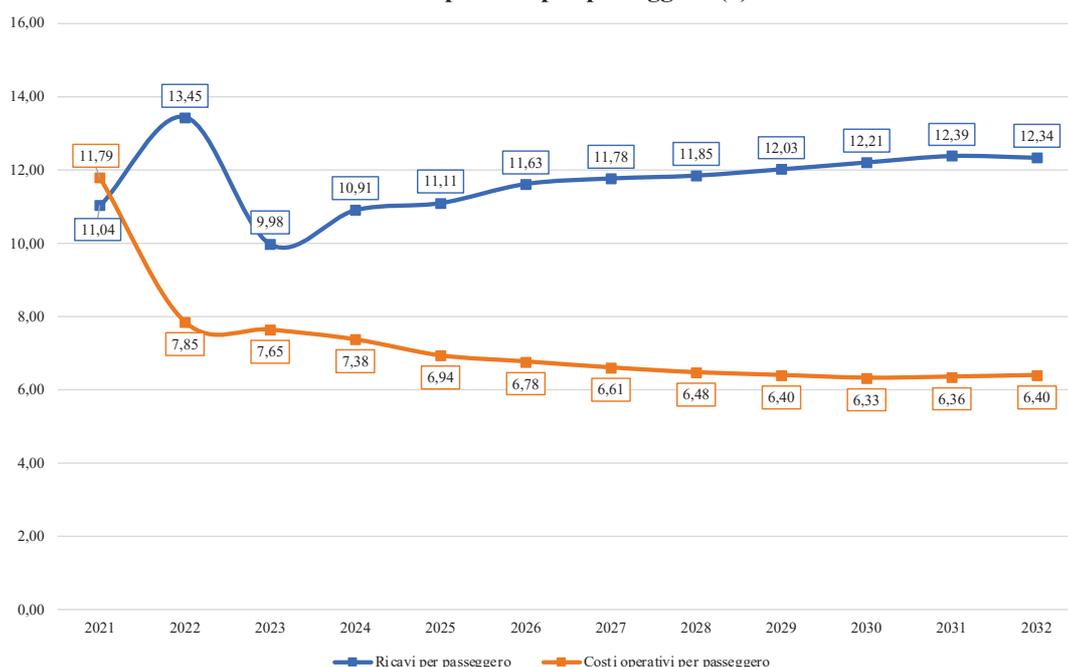


Grafico 26 - Evoluzione ricavi totali, costi operativi ed Ebitda al variare dei passeggeri (€/mln)



Quanto sopra descritto in merito alla stretta correlazione tra crescita delle grandezze in esame e l'incremento del traffico passeggeri appare ancora più evidente confrontando i ricavi *aviation* e non *aviation* e i costi operativi per passeggero, come rappresentato nel seguente grafico.

Grafico 27 - Andamento ricavi e costi operativi per passeggero (€)



Stante l'assenza di significative variazioni nelle proiezioni economiche tra il Nuovo Piano e il Piano 2021, possono considerarsi ancora pienamente valide le considerazioni svolte nelle Relazione 2021, in particolare:

- a) dal punto di vista della potenzialità della domanda l'aeroporto:
- si trova a 12 km dal centro della città di Verona, in prossimità dell'intersezione di due importanti arterie autostradali, l'autostrada del Brennero e la Serenissima, che rappresentano due dei corridoi di interesse strategico europeo;
 - è al servizio di uno fra i più importanti comprensori in Europa, trovandosi al centro di un'area che comprende le province di Brescia, Mantova, Rovigo, Vicenza, Trento, Bolzano e Verona che, con circa quattro milioni di abitanti, raggiunge il 12% del PIL nazionale;
 - serve un'area caratterizzata da una delle più elevate e pregiate aggregazioni di bellezze naturali, artistiche, storiche, meta di destinazioni turistiche a livello mondiale e di organizzazione di eventi, all'interno di un sistema in costante crescita ed espansione dell'offerta;

- b) la previsione dei tempi di recupero del traffico ai livelli pre-Covid formulata appare sostanzialmente coerente e confermata dall'andamento registrato nel biennio 2021-2022 e nel primo semestre 2023;
- c) per quanto attiene le ipotesi di sviluppo del traffico, una volta recuperati i livelli pre-Covid (a cavallo degli esercizi 2023-2024), lo scrivente ha potuto verificare che da un punto di vista numerico essi sono allineati a quelli già previsti nel Piano 2021 che riproponeva per difetto quelli riportati nel Master Plan del 2016¹⁵ e nel piano quadriennale degli interventi 2020-2023 approvato da ENAC, e sono stati calcolati tenendo conto principalmente:
- dell'andamento storico del traffico passeggeri;
 - dei principali indicatori di crescita socio-economica dell'area rappresentante il bacino di utenza;
 - delle previsioni della domanda di trasporto aereo nel medio periodo elaborate dai produttori di aeromobili (Airbus e Boeing);
 - del consolidamento in corso delle varie tipologie di traffico;
 - degli accordi commerciali in essere o previsti;
- c) dall'analisi dei dettagli del Nuovo Piano si è avuta evidenza che lo sviluppo dei ricavi della parte *aviation* risulta correttamente parametrata ai volumi del traffico previsto e ai nuovi investimenti (in quanto incidenti nella determinazione delle tariffe lorde) e gli incentivi che si prevede verranno corrisposti ai vettori appaiono coerenti con la strategia commerciale illustrata dal *management*;
- d) per quanto riguarda i ricavi *non aviation* essi sono stati stimati, senza apprezzabile discontinuità con i dati storici, salvo la previsione degli adeguamenti per l'inflazione (2% anno), e sono strettamente correlati al numero dei passeggeri e agli spazi attuali e a quelli che si renderanno disponibili all'effettuazione dei nuovi investimenti;
- d) per quanto riguarda lo sviluppo dei costi operativi, inclusi quelli del personale, dall'analisi dei dettagli del Nuovo Piano e dai chiarimenti forniti dal *management*, essi appaiono coerenti con i dati storici e correttamente correlati con l'incremento dell'operatività. Come già rilevato nella Relazione 2021, la loro scarsa elasticità ai ricavi, confermata anche in senso negativo in occasione

¹⁵ Calcolati applicando le linee guida indicate nel DOC 8991 ICAO "Manual of Air Traffic Forecasting" che prevede l'applicazione di tre metodologie di stima, ossia proiezione delle linee di tendenza, metodo econometrico e studi di mercato, per metterli a confronto ed estrarne un andamento complessivo.

della pandemia, è ciò su cui si fonda parte dell'incremento della redditività stimata nel Nuovo Piano;

- f) gli ammortamenti risultano essere stati correttamente stanziati tenendo in considerazione anche i nuovi investimenti.

6.3.3 IL PIANO DEGLI INVESTIMENTI DELL'AEROPORTO DI VERONA

Come si è già avuto modo di spiegare al paragrafo 4.4 della presente Relazione, la principale variazione del Nuovo Piano rispetto al Piano 2021 riguarda il programma di investimenti previsti per la BU Verona che sono passati – per effetto (i) del “*caro materiali*” che ha inciso direttamente sui costi di produzione delle infrastrutture e (ii) di alcuni adeguamenti normativi obbligatori relativi alla sicurezza – da 127,9 €/mln a 159 €/mln. La fasatura temporale del piano di investimenti è riportata nella seguente tabella:

Tabella 16 - Piano degli investimenti BU Verona (€/mln)

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Development Plan	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0
Terminal	1,5	11,5	27,9	26,6	24,1	0,5	1,6	1,3	0,4	0,8	1,0	1,0
Buildings	0,0	0,8	0,7	1,8	2,7	1,5	0,4	0,0	0,0	0,0	0,4	0,4
Parking and road system	0,0	0,0	0,1	1,1	0,2	1,0	0,4	0,8	0,4	0,0	0,5	0,5
Airside infrastructures	7,4	1,2	6,0	0,5	1,3	6,0	6,4	1,4	1,4	1,2	3,5	3,5
General plants	0,0	0,2	0,9	1,5	0,3	0,1	0,4	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2
Environment	0,0	0,0	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Furniture and vehicles	0,4	2,2	4,5	7,5	3,4	0,9	1,5	1,4	1,5	0,9	1,3	1,3
Totale	9,8	15,9	40,4	39,2	32,3	10,2	10,8	5,0	3,9	3,1	7,0	7,0

Come si era già avuto modo di spiegare nella Relazione 2021, gli investimenti includono sia quelli destinati all'ampliamento della ricettività dell'aeroporto, quali:

- il progetto del nuovo *terminal* partenze passeggeri Romeo e la sistemazione delle altre aree interne dell'aeroporto;
- la costruzione di un nuovo parcheggio, l'adeguamento della pavimentazione di quelli esistenti e interventi vari sulla viabilità;

sia quelli destinati all'efficientamento dell'attività operativa, alla sicurezza e al risparmio energetico, quali:

- la riprotezione della caserma dei Vigili del Fuoco, il nuovo edificio destinato al ricovero dei mezzi di rampa, adeguamenti antisismici, etc.;

- la riqualifica della pavimentazione della pista di volo, con inserimento luci LED;
- adeguamento delle reti elettriche e idriche;
- nuovi automezzi, mobili e arredi e sistemi informativi.

Il piano di investimenti riflesso nel Nuovo Piano costituisce la versione più aggiornata disponibile anche rispetto agli investimenti inclusi nel Piano quadriennale degli interventi 2020-2023, già approvato da ENAC e di cui era presa visione in occasione del Piano 2021.

Le principali variazioni intervenute sul programma di investimenti, come si è già avuto modo di illustrare, riguardano:

- la voce “*terminal*” che ha registrato un incremento di 34 €/mln legato ai costi del “Progetto Romeo” e delle opere connesse per circa 30 €/mln, di cui 20 €/mln legati ad aumento prezzi determinato in applicazione del Decreto Legge 50 del 17 maggio 2022, (c.d. Decreto Aiuti) e del D.M. MIMS del 4 aprile 2022 (c.d. Decreto Materiali), nonché a nuovi interventi da svolgere per circa 4 €/mln tra cui (i) la conversione del magazzino cargo in terminal Arrivi Schengen per supportare l’aumento degli arrivi già riscontrato che ci si attende in occasione delle Olimpiadi 2026, (ii) l’introduzione degli Entry Exit System e (iii) una sala VIP con dimensioni maggiori rispetto all’ipotesi iniziale;
- la voce “*airside infrastructures*” con un incremento di 7 €/mln dovuto principalmente a (i) nuovo intervento relativo all’adeguamento RESA testata 22 per circa 1 €/mln, (ii) ricostruzione lastroni piazzale apron per circa 4 €/mln, (iii) ampliamento apron per circa 1,5 €/mln, (iv) nuovo intervento relativo alla viabilità perimetrale collegamento area nord per circa 0,5 €/mln;
- la voce “*furnitures and vehicles*” con una maggiorazione di 8 €/mln dovuta principalmente a (i) forniture *security* per 2 €/mln, (ii) forniture area movimento per 1 €/mln, (iii) forniture sistemi informativi per 5 €/mln.

Le informazioni fornite dal *management* e le verifiche condotte non hanno fatto emergere situazioni ostative alla realizzabilità degli investimenti previsti, salvo la normale alea collegata agli iter autorizzativi non ancora iniziati o conclusi.

* * *

Alla luce di quanto sopra le assunzioni del Nuovo Piano relative alla BU Verona si può concludere siano adeguate e ragionevoli.

6.4. LA BU DELL'AEROPORTO DI BRESCIA MONTICHIARI

6.4.1 PREMESSA

Con specifico riferimento alla BU Brescia e rinviando anche qui per maggiori approfondimenti al precedente paragrafo 4.4 sulle differenze con il Piano 2021, il Nuovo Piano, ponendosi in continuità con il Piano 2021 e tenendo conto della evoluzione del mercato di riferimento, nonché del contesto macroeconomico, si sviluppa lungo due principali *driver*:

- focalizzazione sul segmento *cargo*, la cui crescita è resa possibile grazie anche all'aumento della capacità produttiva;
- l'efficientamento della struttura dei costi operativi reso possibile dagli investimenti in tecnologia e struttura.

Avendo già analizzato nel precedente capitolo 4.4. gli scostamenti, per gli anni 2021 e 2022, tra i risultati consuntivi e il Piano 2021, di seguito verranno commentati gli obiettivi previsti dal Nuovo Piano.

6.4.2 LA PREVISIONE DEL TRAFFICO DELL'AEROPORTO DI BRESCIA E L'EFFETTO SUI RICAVI.

Come è possibile osservare dalla lettura della tabella che segue, il traffico merci previsto sull'aeroporto di Brescia Montichiari è caratterizzato da una progressiva e significativa crescita.

Specificatamente sono previsti:

- una crescita pressoché inerziale dei volumi conseguiti da Poste Italiane (dalle 25 mila tonnellate del 2022 alle 27 mila del 2030);
- una crescita sostenuta nei segmenti serviti per il cliente DHL e per il *general cargo*, resa possibile grazie alla riconversione in magazzino merci del terminal passeggeri ma, soprattutto, alla realizzazione di un nuovo magazzino tra il 2024 e il 2026; investimento, quest'ultimo, che consentirà di ampliare la capacità produttiva che, negli ultimi anni, ha raggiunto livelli di costante saturazione.

Tabella 17 - Traffico merci della BU Brescia

ktons	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Poste	25,0	26,0	26,0	26,0	26,0	27,0	27,0	27,0	27,0	28,0	28,0
Courier (es. DHL)	13,0	16,0	19,0	21,0	21,0	40,0	40,0	45,0	56,0	57,0	58,0
Cargo	1,0	5,0	13,0	13,0	17,0	17,0	44,0	53,0	83,0	85,0	86,0
Totale volumi movimentati	39,0	47,0	58,0	60,0	64,0	84,0	111,0	125,0	166,0	170,0	172,0

A livello complessivo, il Piano 2023 prevede volumi incrementali con un CAGR del 10,4% nel periodo 2022-2026 (anno di prevista ultimazione del magazzino cargo), del 25% nel periodo 2026-2029 (periodo in cui gli investimenti sostenuti inizieranno ad esplicare i propri benefici in termini di capacità produttiva) e dell'11,23% nel periodo 2029-2032.

Pur se la crescita dei volumi sopra descritta possa apparire sfidante – per quanto, come si vedrà successivamente, la crescita dei ricavi è prevista con una progressione meno che proporzionale – essa si innesta nell'ambito di un piano strategico del *management* descritto nel Nuovo Piano e illustrato in dettaglio allo scrivente che prevede anche l'inserimento di nuove figure professionali, in particolare nel settore commerciale, caratterizzate da una pluriennale esperienza nel settore, pur in un momento in cui alcuni segmenti del mercato di riferimento sono ancora negativamente influenzati da alcuni importanti fattori macroeconomici.

A tale riguardo, anche il Nuovo Piano, al pari di quanto previsto dal Piano 2021, conferma gli investimenti volti all'innalzamento sia qualitativo che quantitativo del sistema di servizi offerto, sempre più richiesti, in particolare dagli operatori dell'*e-commerce*.

Il *management* è altresì costantemente impegnato a ridurre i tempi di transito della merce presso l'aeroporto, che costituisce uno dei principali fattori di competitività, anche attraverso coinvolgimento delle diverse autorità (dogane, etc.).

6.4.3 IL CONTO ECONOMICO DELL'AEROPORTO DI BRESCIA (PIANO 2023)

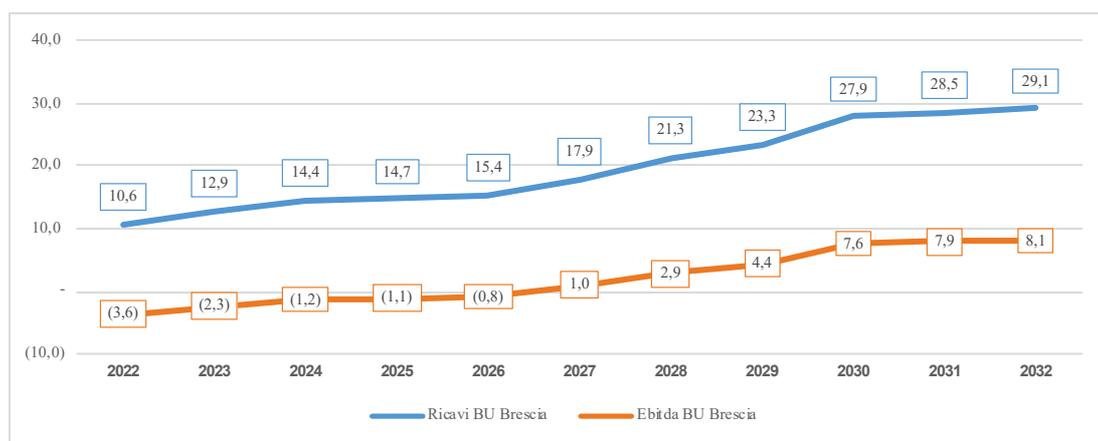
Il conto economico della BU Brescia recepisce i dati contabili di Gabriele D'Annunzio Handling S.p.a. e quelli di ADV per la parte ascrivibile alle attività svolte presso l'aeroporto di Brescia, al netto dell'elisione delle partite infragruppo.

Tabella 18 - Conto economico a livello di Ebit della BU Brescia

Volumi merci (ktons escl. RFS)	39,0	47,0	58,0	60,0	64,0	84,0	111,0	125,0	166,0	170,0	172,0
P&L (M€)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
<i>Regulated</i>	1,4	2,1	2,5	2,6	2,7	3,5	4,3	4,7	5,9	6,0	6,1
<i>Not regulated</i>	7,6	9,5	10,5	10,7	11,3	13,0	15,6	17,2	20,6	21,0	21,4
Aviation revenues	9,0	11,6	13,0	13,3	14,0	16,5	19,9	21,9	26,5	27,0	27,5
Other	1,0	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7
Non Aviation revenues	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9
Total revenues	10,6	12,9	14,4	14,7	15,4	17,9	21,3	23,3	27,9	28,5	29,1
<i>Cost of Personnel</i>	5,2	6,1	6,5	6,8	7,0	7,3	7,9	8,1	8,7	8,8	9,0
<i>Concession fee</i>	-	-	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
<i>Cost of structure</i>	9,0	9,1	9,0	8,9	9,1	9,5	10,4	10,7	11,4	11,6	11,8
Operating costs	14,2	15,2	15,6	15,8	16,2	16,9	18,4	18,9	20,3	20,6	21,0
EBITDA	(3,6)	(2,3)	(1,2)	(1,1)	(0,8)	1,0	2,9	4,4	7,6	7,9	8,1

I risultati conseguiti nel 2022 e gli obiettivi pianificati nell'arco del Nuovo Piano in termini di ricavi, Ebitda ed Ebit sono rappresentati nel grafico che segue:

Grafico 28 - Ricavi ed Ebitda 2022 e prospettici della BU Brescia (€/mln)



Come si può notare osservando il grafico di cui sopra, il Piano 2023-2032:

- prevede una sostenuta crescita di ricavi, che passano da 10,6 €/mln del 2022 a 29,1 €/mln nel 2032, con un CAGR complessivo pari al 9,6%, grazie all'ampliamento della capacità produttiva *post* investimenti e al conseguente previsto ingresso di un *medium freighter* (capacità 35 tons) a partire dal 2023 e di un operatore *full freighter* (777/747 - capacità 90 tons.) alla fine dell'esercizio 2026;
- per quanto riguarda l'Ebitda, è previsto che passi dai -3,6 €/mln del 2022 a +8,1 €/mln del 2032 per effetto sia dell'aumento dei volumi di vendita che della minore

incidenza della struttura dei costi a seguito dell'efficientamento delle risorse disponibili.

Riguardo a questo ultimo aspetto il grafico seguente evidenzia l'incidenza dei costi sui ricavi (tralasciando, data la scarsa significatività in termini sia relativi che assoluti, i costi per concessione).

Grafico 29 - Andamento incidenza % dei costi sul fatturato

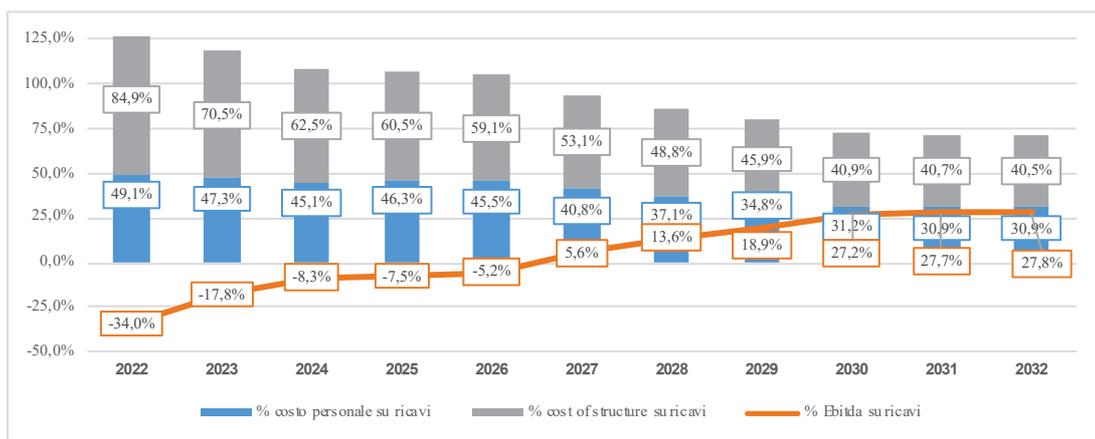


Tabella 19 – Incidenza percentuale dei costi sui ricavi della BU Brescia

Incidenza % dei costi sui ricavi	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
% costo personale su ricavi	49,1%	47,3%	45,1%	46,3%	45,5%	40,8%	37,1%	34,8%	31,2%	30,9%	30,9%
% concession fee su ricavi	0,0%	0,0%	0,7%	0,7%	0,6%	0,6%	0,5%	0,4%	0,7%	0,7%	0,7%
% cost of structure su ricavi	84,9%	70,5%	62,5%	60,5%	59,1%	53,1%	48,8%	45,9%	40,9%	40,7%	40,5%
% Ebitda su ricavi	-34,0%	-17,8%	-8,3%	-7,5%	-5,2%	5,6%	13,6%	18,9%	27,2%	27,7%	27,8%

Rispetto alle assunzioni sopra esposte, per quanto sfidanti, lo scrivente ha potuto riscontrare i seguenti elementi di conforto:

- a) i principali *competitor* di riferimento per area geografica – i.e. Malpensa e Orio al Serio – hanno oramai saturato la loro capacità operativa e più precisamente:
 - il primo ha visto di recente bocciato il *masterplan* di investimenti alla base di un progetto di espansione del settore cargo;
 - il secondo, pur se ha registrato nei primi mesi del 2023 sostanzialmente gli stessi movimenti del 2022 (+4,3%), ha mostrato una forte flessione rispetto al 2019 (-82,5% - fonte Assaeroporti) e, in ogni caso, sta focalizzando il proprio business sul traffico passeggeri, come evidenziato nella conferenza

di servizi recentemente indetta (fonte: Ministero delle Infrastrutture e dei Trasporti)

<https://mit.gov.it/nfsmitgov/files/media/conferenza-servizio/2023-07/Indizione%20CDS%20Asincrona%20n.10195%20del%2019.07.23.pdf>

- b) come già evidenziato in sede di relazione al Piano 2021 (di cui si riporta l'estratto) *“l'aeroporto di Brescia è uno scalo in posizione baricentrica rispetto alle infrastrutture viabilistiche dell'Italia settentrionale essendo ubicato vicino all'intersezione di due principali arterie autostradali, la A4 Milano-Venezia e la A21 Piacenza-Brescia, della BreBeMi e all'incrocio tra la principale linea ferroviaria nel Nord Italia, la Milano-Venezia, e la Brescia-Cremona-Piacenza-Fidenza, nonché nelle immediate vicinanze della linea ferroviaria Parma-Brescia”* ed *“è situato all'interno dell'area padana, una delle zone più popolate ed economicamente più sviluppate d'Italia, con circa 20 milioni di abitanti (33% della popolazione italiana), 1,8 milioni di imprese (33% sul totale Italia), un PIL generato pari a c.a. 600 miliardi di euro (corrispondente a circa il 40% del PIL nazionale), nonché una movimentazione merci in importazione ed esportazione superiore al 50% del totale italiano”*;
- c) l'aeroporto di Brescia rappresenta un *asset* strategico a livello nazionale dal momento che esso fa parte dei “dieci bacini di traffico nazionali” individuati dal “Piano nazionale aeroporti” (documento programmatico di indirizzo governativo per lo sviluppo infrastrutturale del settore aeroportuale) e risulta essere il quinto scalo italiano per traffico cargo mentre il primo per traffico postale (in quest'ultimo caso, con volumi pari a oltre tre volte il secondo, l'aeroporto di Milano Malpensa);
- d) il Master Plan di sviluppo aeroportuale 2018-2030 è stato approvato in via tecnica dall'ENAC e, nell'ambito dell'istruttoria della Valutazione di Impatto Ambientale, ha già ricevuto il parere favorevole della Regione Lombardia, dell'Ente Parco Mincio e dei comuni di Serle e di Montichiari;
- e) a livello strutturale, l'aeroporto dispone sia di una pista principale di 2.990 metri di lunghezza che può essere utilizzata in entrambe le direzioni, che permette l'operatività di aeromobili di grandi dimensioni;
- f) l'entrata in servizio di nuovi modelli di aerei cargo caratterizzate dalla capacità di operare a pieno carico anche su piste della lunghezza come quella di Brescia dovrebbe portare traffico incrementale;

- g) l'esteso sedime aeroportuale di c.a. 270 ettari, per di più situato in una zona con una scarsissima concentrazione di popolazione e quindi con la possibilità di operare senza interruzioni lungo tutto l'arco della giornata, anche in prospettiva, costituisce un innegabile vantaggio competitivo;
- h) lo sviluppo delle grandezze economiche prospettiche è correttamente parametrato con i *driver* di riferimento ed è coerente con le strategie di investimento previste dal Piano 2023-2032;
- i) in particolare, la crescita dei costi di struttura e del personale è coerente sia, in termini assoluti, con l'incremento dei volumi di merce movimentata sia, in termini di minore incidenza sui ricavi, con le politiche di efficientamento reso possibile anche grazie agli investimenti in tecnologia;
- l) non da ultimo, il costo dell'energia elettrica che sconta il Nuovo Piano per l'anno in corso (i.e. 300 Euro/MWh) è notevolmente superiore rispetto ai prezzi attuali (i.e. 108,15 – fonte: Gestore Mercato Elettrico), e lo stesso dicasi per il gas naturale i cui *future* evidenziano prezzi inferiori a quelli inclusi nel modello.

Al fine, tuttavia, di poter valutare la tenuta del Nuovo Piano nel caso in cui si concretizzasse un rischio di *execution* delle *performance* previste per la BU Brescia, lo scrivente, ha condiviso con il *management* l'opportunità di condurre un'apposita *sensitivity* (illustrata al successivo capitolo 8.) al fine di testare la tenuta del Piano 2023 nell'ipotesi in cui l'efficientamento dei costi venisse conseguito in misura inferiore rispetto alle previsioni e, specificatamente:

- (i) la traslazione di un anno di tutti i miglioramenti dell'Ebitda della BU Brescia a partire dall'esercizio 2023 fino alla fine del Nuovo Piano;
- (ii) l'abbattimento al 50% di tali miglioramenti, sempre a partire dall'esercizio in corso;

il che conduce ad una previsione di minori flussi di cassa generati dalla BU Brescia pari a 5,9 €/mln.

Si vuole qui anticipare la fattibilità del Nuovo Piano anche nello scenario peggiorativo sopra descritto.

6.4.4 L'ADEGUAMENTO DEL PIANO DEGLI INVESTIMENTI DELL'AEROPORTO DI BRESCIA

Nel Nuovo Piano per la BU Brescia sono previsti investimenti per complessivi 50,4 €/mln, da sostenersi secondo la tempistica indicata nella tabella che segue.

Tabella 20 - Piano degli investimenti BU Brescia

Piano degli investimenti (€/mln)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Development Plan	0,1	0,0	0,0	-	-	-	-	0,0	-	-
Terminal	0,3	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,0	0,4	0,4
Buildings	1,9	0,8	3,2	2,1	0,6	0,4	-	0,4	0,1	0,1
Parking and road system	-	0,0	0,2	1,0	0,5	1,1	0,2	0,9	0,1	0,1
Airside infrastructures	0,1	0,3	4,4	9,0	6,5	1,4	-	-	0,0	0,0
General plants	0,1	0,0	0,0	0,4	0,1	0,5	0,1	0,0	0,5	0,5
Environment	0,4	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4
Furniture and vehicles	1,4	1,9	1,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,4	0,4
Totale	4,2	3,4	9,8	13,2	8,7	4,2	1,1	1,9	2,0	2,0

Come è possibile osservare dalla lettura di dati di cui sopra, la parte preponderante delle *capex* (21,8 €/mln, circa il 40% del totale) è costituito da investimenti infrastrutture di volo e, in misura più contenuta in strutture cargo (9,5 €/mln, circa il 19%, tra cui la realizzazione del nuovo magazzino per 6,5 €/mln tra il 2024 e il 2026, che costituisce il fondamento dell'incremento della capacità produttiva della BU Brescia).

Come in precedenza illustrato, rispetto alle previsioni del Piano 2021, il piano degli investimenti futuri evidenzia una complessiva diminuzione di circa 4,0 €/mln per nuove costruzioni grazie alla conversione di parte del terminal in magazzino cargo.

Sono, invece, confermate le *capex* in tecnologia e in miglioramento della qualità dei servizi che rappresentano il *driver* dell'efficientamento produttivo già in atto.

Per quanto in passato l'iter autorizzativo del Master Plan abbia subito un rallentamento a seguito del parere negativo della Regione Lombardia e delle amministrazioni territoriali, come in precedenza anticipato tali enti hanno da ultimo rivisto la propria posizione esprimendo parere positivo, ragione per cui non sembrerebbero sussistere allo stato elementi ostativi allo sviluppo degli investimenti futuri per la BU Brescia.

Anche riguardo a tale ultimo aspetto la *sensitiv*y condotta sulle performance economiche prospettiche intende esprimere implicitamente il rischio che tali

investimenti possano essere differiti nel tempo, ovvero che esplichino i propri benefici secondo dinamiche più prudenziali rispetto a quanto ipotizzato nel Nuovo Piano.

* * *

Sulla base di quanto argomentato, lo scrivente ritiene che le assunzioni del Nuovo Piano relative alla BU Brescia siano adeguate e ragionevoli.

6.5. LE ASSUNZIONI SULLA DINAMICA DEL CIRCOLANTE

Dall'analisi svolta con il supporto del *management* sulle tempistiche di incasso dei crediti correnti e di pagamento dei fornitori, (questi ultimi sia riferentesi alle spese operative che agli investimenti) previste nel Nuovo Piano è emerso:

- che le tempistiche previste sono coerenti con i rapporti contrattuali in essere e che si presume verranno assunti in arco del Nuovo Piano e con le caratteristiche dell'attività operative dove p.e. gli incassi dei parcheggi avvengono a vista;
- che una parte importante dei crediti verso i vettori è rappresentata dalla componente "addizionale comunale" per la quale l'obbligo di versamento sorge solo al momento dell'effettivo incasso;
- che i termini di pagamento dei fornitori, in particolare quelli riferentesi agli investimenti, nella realtà risultano statisticamente superiori a quelli determinati contrattualmente e fisiologicamente gestibili senza impatti sull'operatività aziendale;

Concludendo sul punto, in considerazione di quanto sopra esposto si ritengono le assunzioni rispetto all'evoluzione del capitale circolante dotate di un buon grado di ragionevolezza.

Ciò nonostante, tenuto conto dell'obiettivo implicito contenuto nel Nuovo Piano di riduzione dei giorni di rotazione dei crediti a partire dall'esercizio 2023 e della presenza tra i crediti commerciali di crediti scaduti da oltre 90 giorni e non coperti dal fondo svalutazione, dettagliatamente descritti nel precedente capitolo 5.2.1, si è ritenuto necessario verificare la tenuta del Nuovo Piano in uno scenario peggiorativo - caratterizzato dalla previsione di una minore rotazione dei crediti correnti e dal mancato incasso di una parte dei crediti scaduti da oltre 90 giorni - per la cui trattazione si rinvia al successivo capitolo 8..

6.6. I FLUSSI DI CASSA OPERATIVI PREVISTI NEL NUOVO PIANO

Di seguito vengono riportati i flussi di cassa operativi previsti nel Nuovo Piano al lordo delle imposte e comprensivi degli investimenti.

Tabella 21 - Flussi di cassa operativi del Nuovo Piano al lordo delle imposte

Flussi di cassa operativi Nuovo Piano	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Totale
Ebitda	5,8	11,6	15,6	20,4	25,0	29,1	33,2	39,4	40,8	40,9	261,8
Investimenti BU Verona	(40,4)	(39,2)	(32,3)	(10,2)	(10,8)	(5,0)	(3,9)	(3,1)	(7,0)	(7,0)	(159,0)
Investimenti BU Brescia	(4,2)	(3,4)	(9,8)	(13,2)	(8,7)	(4,2)	(1,1)	(1,9)	(2,0)	(2,0)	(50,4)
Variazione del Capitale Circolante Netto	8,5	3,9	(0,9)	(13,2)	(2,2)	(4,7)	(2,2)	(0,7)	1,6	0,1	(9,9)
Totale flussi di cassa operativi ante imposte	(30,2)	(27,2)	(27,3)	(16,3)	3,3	15,2	26,0	33,6	33,4	32,0	42,5
Flussi di cassa operativi ante imposte cumulati	(30,2)	(57,4)	(84,7)	(101,0)	(97,7)	(82,5)	(56,5)	(22,9)	10,5	42,5	

Dall'analisi della tabella soprariportata emerge un “deficit finanziario della gestione operativa” nel periodo 2023-2026 di 101 €/mln.

6.7. CONCLUSIONI SUL PIANO INDUSTRIALE

Alla luce delle considerazioni sopra svolte, si ritiene che le assunzioni sulle quali si fonda la parte operativa del Nuovo Piano siano state correttamente formulate e che i conseguenti obiettivi siano ragionevolmente conseguibili.

Tuttavia, in considerazione delle criticità evidenziate e come anticipato nel corso dei paragrafi che precedono, lo scrivente, confrontandosi con il *management*, ha effettuato alcune valutazioni per tener conto di scenari alternativi meno favorevoli per la cui trattazione, come già anticipato, si rinvia al successivo capitolo 8..

Per completezza occorre ricordare ancora una volta che le attività aeroportuali, come l'andamento degli ultimi esercizi ha ampiamente dimostrato, sono fortemente impattate dai quadri geopolitici e macroeconomici, non solo locali, ma anche globali.

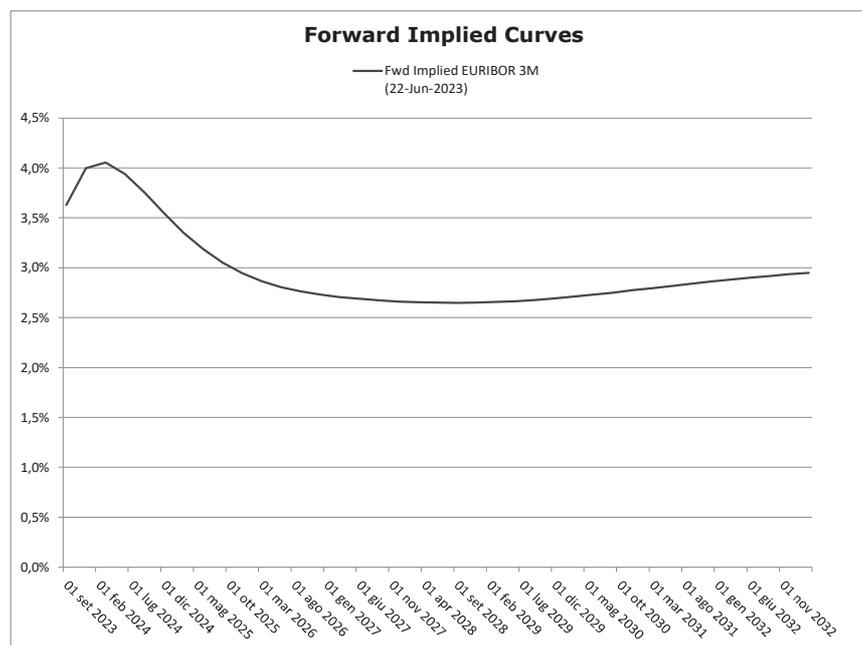
7. IL NUOVO AUMENTO DI CAPITALE SOCIALE E LA SOSTENIBILITÀ FINANZIARIA DEL NUOVO PIANO

7.1. I PRINCIPALI INDICATORI DEL NUOVO PIANO CONFERMANO LA SUA FINANZIABILITÀ

Il Nuovo Piano al suo interno contiene la previsione dell'apporto da parte degli azionisti di ADV di risorse finanziarie nell'esercizio 2023 pari a 30 €/mln a titolo di capitale, l'assunzione di nuovi finanziamenti per 85,9 €/mln e il rimborso di rate, riferibili sia ai finanziamenti già esistenti al 31 dicembre 2022 che ai nuovi, per complessivi 78,7 €/mln.

Gli oneri finanziari sono stati stimati dai redattori del Nuovo Piano utilizzando la seguente previsione di andamento dell'Euribor a 3 mesi¹⁶, maggiorato di uno spread compreso a seconda dei finanziamenti tra i 250 e i 260 punti base.

Grafico 30 - Tasso di interesse Euribor utilizzato per la stima degli interessi



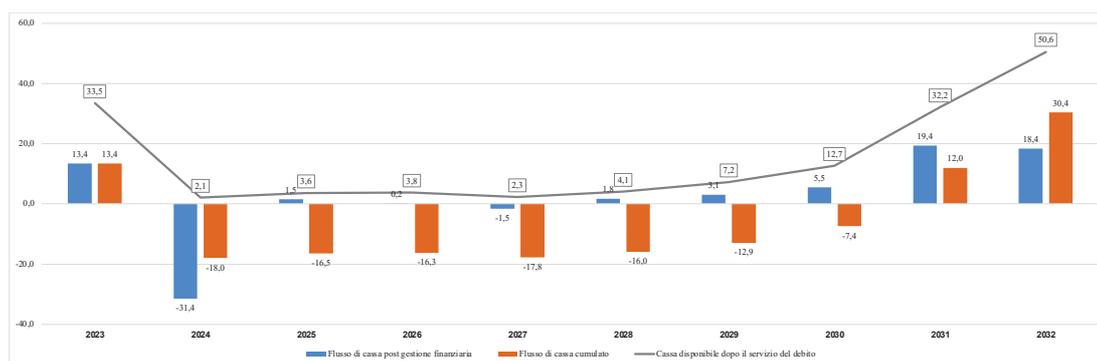
Di seguito vengono riassunti i flussi di cassa previsti, post servizio del debito, e le risultanti disponibilità liquide alla fine di ciascun esercizio del Nuovo Piano.

¹⁶ Fonte PMC Analytics

Tabella 22 - Flussi di cassa e stima delle disponibilità liquide previsti nel Nuovo Piano

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Disponibilità liquide inizio Nuovo Piano	20,2	33,5	2,1	3,6	3,8	2,3	4,1	7,2	12,7	32,2
Flussi di cassa della gestione al lordo degli investimenti	14,5	15,5	14,7	7,0	22,4	23,8	30,2	34,0	35,7	34,3
Investimenti BU Verona	(40,4)	(39,2)	(32,3)	(10,2)	(10,8)	(5,0)	(3,9)	(3,1)	(7,0)	(7,0)
Investimenti BU Brescia	(4,2)	(3,4)	(9,8)	(13,2)	(8,7)	(4,2)	(1,1)	(1,9)	(2,0)	(2,0)
Flussi di cassa della gestione post investimenti (incluse disponibilità liquide iniziali)	(9,8)	6,3	(25,3)	(12,8)	6,8	16,9	29,3	36,2	39,4	57,6
Aumento capitale sociale	30,0									
Assunzione nuovi finanziamenti	20,0	10,0	34,7	21,2	-	-	-	-	-	-
Rimborso finanziamenti	(5,7)	(12,4)	(2,5)	(0,6)	-	(8,3)	(18,2)	(20,6)	(5,2)	(5,2)
Oneri finanziari	(0,9)	(1,8)	(3,3)	(4,0)	(4,5)	(4,5)	(3,9)	(2,9)	(2,1)	(1,8)
Disponibilità liquide al termine dell'esercizio	33,5	2,1	3,6	3,8	2,3	4,1	7,2	12,7	32,2	50,6
<i>Flussi di cassa totali (escluse disponibilità liquide iniziali)</i>	<i>13,3</i>	<i>(31,4)</i>	<i>1,5</i>	<i>0,2</i>	<i>(1,5)</i>	<i>1,9</i>	<i>3,1</i>	<i>5,5</i>	<i>19,5</i>	<i>18,4</i>

Grafico 31 - Flussi di cassa e stima delle disponibilità liquide previsti nel Nuovo Piano



Al fine di verificare la capacità del prospettato aumento di capitale sociale di supportare adeguatamente il Nuovo Piano, già giudicato fattibile sotto il profilo delle sue assunzioni da un punto di vista operativo, e in particolare di permettere la raccolta dei finanziamenti necessari per la sua implementazione, nelle tabelle di seguito viene mostrata la composizione della posizione finanziaria netta al termine di ciascun esercizio nonché i derivati *ratio*:

- Posizione Finanziaria Netta (PFN) / Ebitda

e

- PFN / Patrimonio Netto (PN).

Gli operatori finanziari infatti pongono normalmente quale condizione per l'erogazione e il successivo mantenimento di finanziamenti a medio/lungo termine che tali parametri si mantengano entro determinati valori.

Anche nel caso in esame le trattative attualmente in corso con Banca Europea per gli Investimenti (BEI) e con il *pool* di banche sono subordinate, *inter alia*, alla condizione che durante il periodo del Nuovo Piano il rapporto PFN/Ebitda non risulti superiore a 4,5 e che il rapporto PFN/PN sia inferiore a 70/30 e che la cassa disponibile sia sempre superiore all'importo di € 5/mln.

Tabella 23 - Composizione della PFN al termine di ciascun esercizio del Nuovo Piano

PFN	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Cassa disponibile	(20,2)	(33,5)	(2,1)	(3,6)	(3,8)	(2,3)	(4,1)	(7,2)	(12,7)	(32,2)	(50,6)
Affidamenti a breve	5,0	5,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Finanziamenti	16,9	11,2	3,1	0,6	-	-	-	-	-	-	-
Finanziamenti per Nuovo Piano		20,0	30,0	64,7	85,9	85,9	77,6	59,4	38,8	33,7	28,5
Totale PFN fine esercizio	1,7	2,6	31,0	61,7	82,1	83,7	73,5	52,2	26,1	1,5	(22,1)

Tabella 24 - Ratio PFN/Ebitda e PFN/PN al termine di ciascun esercizio del Nuovo Piano

Ratio per finanziamenti	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ebitda	13,0	5,8	11,6	15,6	20,4	25,0	29,1	33,2	39,4	40,8	40,9
PFN	1,7	2,6	31,0	61,7	82,1	83,7	73,5	52,2	26,1	1,5	(22,1)
PN	51,7	79,3	78,8	79,0	80,3	84,0	90,2	99,8	114,5	131,0	147,4
PFN/Ebitda	0,1	0,5	2,7	4,0	4,0	3,4	2,5	1,6	0,7	0,0	n.a.
PFN/PN	0,0	0,0	0,4	0,8	1,0	1,0	0,8	0,5	0,2	0,0	n.a.

Grafico 32 - Evoluzione PFN, Ebitda (€/mln) e rapporto PFN/Ebitda

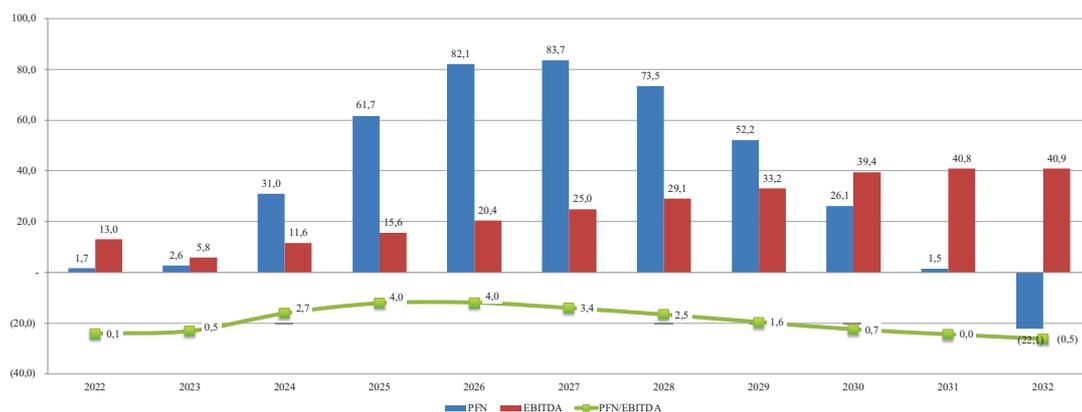


Grafico 33 - Evoluzione PFN, PN (€/mln) e rapporto PFN/PN



Dalle tabelle e dai grafici soprariportati si vede come il rapporto PFN/Ebitda raggiunga al massimo il valore 4 (esercizi 2025 e 2026), mentre il rapporto PFN/PN raggiunge al massimo il valore 1 il che permette di affermare che il Nuovo Piano è finanziabile quindi confermare la sua fattibilità anche riguardo a tale aspetto.

I valori dei *ratio* sopra riportati sono confermati anche nella fasatura semestrale del Nuovo Piano esaminata dallo scrivente che tuttavia mostra livelli della cassa disponibile inferiori a 1 €/mln nel primo semestre dell'esercizio 2027.

Tale criticità che è innanzitutto operativa e inoltre non permetterebbe di raggiungere il livello minimo richiesto da BEI, pur se ancora in una fase negoziale, può tuttavia essere rimossa incrementando il valore dei nuovi finanziamenti da assumere o utilizzando linee di credito a breve termine e/o fattorizzando parte dei crediti commerciali. Il peggioramento della PFN, conseguente ai maggiori oneri finanziari, anche senza tenere conto dello scudo fiscale, infatti non è tale da peggiorare sostanzialmente il *ratio* PFN/Ebitda; ipotizzando infatti di assumere fin dall'esercizio in corso un finanziamento incrementale di 5 €/mln al tasso del 6,5% nel 2026 il rapporto PFN/Ebitda si incrementerebbe da 4,0 a 4,1.

8. LA VALUTAZIONE DI ALCUNI SCENARI PEGGIORATIVI

Come accennato nei precedenti paragrafi, lo scrivente ha ritenuto necessario testare la tenuta del Nuovo Piano simulando il simultaneo verificarsi di alcuni scenari peggiorativi.

8.1. INDIVIDUAZIONE DEGLI SCENARI PEGGIORATIVI ALLA BASE DELL'ANALISI DI SENSITIVITÀ

Come da incarico conferito, a seguito di diversi confronti con il *management*, e anche tenuto conto delle evidenze emerse in sede di analisi della parte operativa del Nuovo Piano, si è ritenuto necessario testarne la tenuta simulando il verificarsi di alcuni scenari peggiorativi.

In particolare sono stati oggetto di valutazione gli impatti del sovrapporsi delle seguenti ipotesi peggiorative del Nuovo Piano:

- a) per quanto riguarda la BU Brescia:
 - (i) la traslazione di un anno di tutti i previsti miglioramenti dell'Ebitda a partire dall'esercizio 2023 fino alla fine del Nuovo Piano;
 - (ii) l'abbattimento al 50% di tali miglioramenti, sempre a partire dall'esercizio in corso;con un complessivo minore Ebitda di 5,9 €/mln;
- b) una dilatazione del capitale circolante netto per:
 - l'incremento dei termini di incasso dei crediti commerciali di 10 giorni rispetto ai termini previsti nel Nuovo Piano e per il rischio di mancato/ritardato incasso dei crediti commerciali esistenti al 31 dicembre 2022, scaduti da oltre 90 giorni, per un totale complessivo di 4,9 €/mln;
- c) uscite di cassa collegate al manifestarsi di alcuni dei rischi collegati ai contenziosi in essere, per un totale complessivo di 4 €/mln.

8.2. GLI EFFETTI SUL NUOVO PIANO AL VERIFICARSI DEGLI SCENARI PEGGIORATIVI

I flussi di cassa operativi al lordo delle imposte nel *Worsening Scenario* sono riportati nella tabella seguente.

Tabella 25 - Evoluzione flussi di cassa operativi nell'ipotesi *Worsening Scenario*

Flussi di cassa operativi Nuovo Piano (Worsening Scenario)	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Totale
Totale flussi di cassa operativi ante imposte	(30,2)	(27,2)	(27,3)	(16,3)	3,3	15,2	26,0	33,6	33,4	32,0	42,5
Minore Ebitda BU Brescia	(1,1)	(0,6)	0,5	(0,2)	(1,6)	(1,0)	(0,6)	(2,7)	1,6	(0,1)	(5,9)
Effetto ritardato/mancato incasso crediti	(3,4)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,2)	(0,3)	(0,1)	(0,0)	(4,9)
Effetto utilizzo Fondi rischi ed oneri	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(0,4)	(4,0)
Totale flussi di cassa operativi ante imposte	(35,1)	(28,4)	(27,4)	(17,1)	1,1	13,6	24,8	30,3	34,5	31,5	27,7

Di seguito vengono stimati anche gli effetti sui flussi di cassa dei maggiori oneri finanziari (stimati applicando un tasso di interesse del 6,5% annuo) e delle minori imposte (prudenzialmente considerati solo a partire dall'esercizio 2029 e senza tenere conto della deducibilità degli oneri finanziari aggiuntivi) al manifestarsi del *Worsening Scenario*.

Tabella 26 - Evoluzione flussi di cassa operativi nell'ipotesi *Worsening Scenario*

Stima variazione imposte e oneri finanziari nel Worsening Scenario	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	Totale
Deviazione flussi di cassa operativi Worsening Scenario	(4,9)	(1,2)	(0,1)	(0,9)	(2,2)	(1,6)	(1,2)	(3,3)	1,1	(0,5)	(14,8)
Flussi minori/maggiori imposte	-	-	-	-	-	0,4	0,3	0,9	(0,3)	0,1	1,3
Maggiori oneri finanziari	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,7)	(0,8)	(1,0)	(0,9)	(1,0)	(6,5)
Totale flussi di cassa differenziali per imposte e oneri finanziari nel Worsening Scenario	(0,3)	(0,4)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,3)	(0,5)	(0,1)	(1,2)	(0,8)	(5,2)

Gli impatti sull'Ebitda, e sui flussi di cassa del *Worsening Scenario* vengono invece di seguito rappresentati.

Tabella 27 - Impatti sull'Ebitda e sui flussi di cassa del *Worsening Scenario*

Worsening Scenario	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Minore Ebitda	(1,1)	(0,6)	0,5	(0,2)	(1,6)	(1,0)	(0,6)	(2,7)	1,6	(0,1)
Minori altri flussi di cassa	(4,1)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,2)	(0,9)	(1,1)	(0,8)	(1,7)	(1,3)
Totale minori flussi di cassa nel Worsening Scenario	(5,2)	(1,6)	(0,5)	(1,3)	(2,8)	(1,9)	(1,7)	(3,5)	(0,2)	(1,3)

Sulla base dei dati e delle simulazioni sopra effettuate si è in grado di verificare i *ratio* PFN/Ebitda e PFN/PN nel *Worsening Scenario*.

Tabella 28 - Ratio PFN/Ebitda e PFN/PN del Nuovo Piano nel *Worsening Scenario*

Ratio nel Worsening Scenario	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Ebitda	4,7	10,9	16,1	20,1	23,3	28,1	32,6	36,7	42,4	40,9
PFN	7,8	37,8	69,0	90,7	95,1	86,8	67,2	44,6	20,1	(2,1)
PN	77,9	76,4	76,6	77,2	78,7	83,6	92,1	104,0	120,8	136,3
PFN/Ebitda	1,7	3,5	4,3	4,5	4,1	3,1	2,1	1,2	0,5	0,1
PFN/PN	0,1	0,5	0,9	1,2	1,2	1,0	0,7	0,4	0,2	0,0

Grafico 34 - Evoluzione PFN, Ebitda (€/mln) e rapporto PFN/Ebitda *Worsening Scenario*

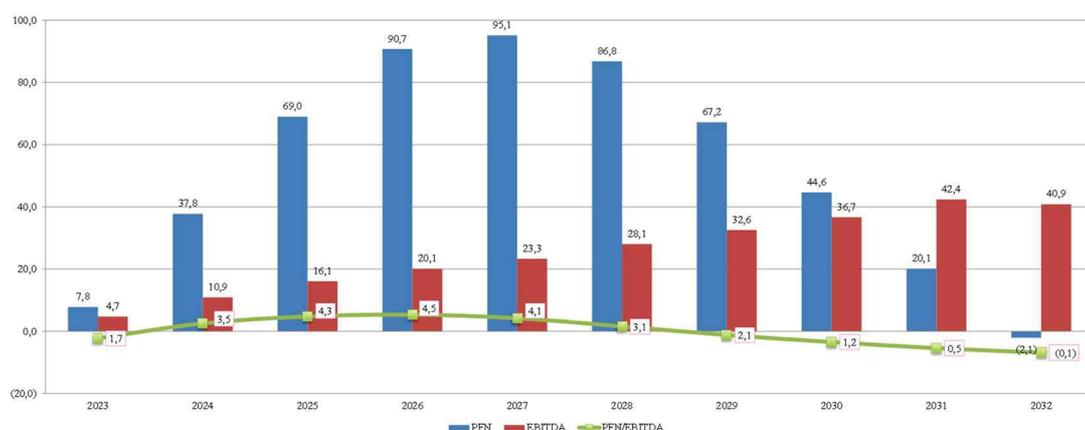
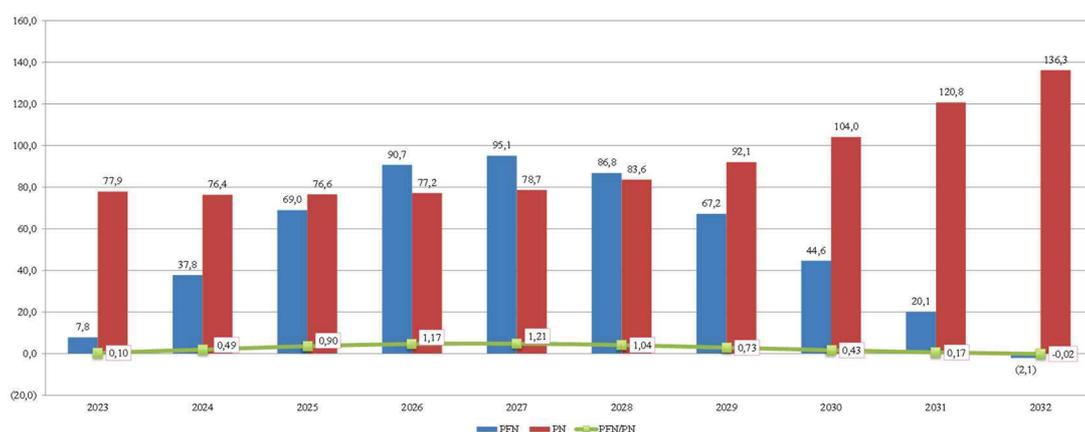


Grafico 35 - Evoluzione PFN, PN (€/mln) e rapporto PFN/PN *Worsening Scenario*



Riguardo alla criticità connessa al livello delle disponibilità di cassa emersa in sede di verifica della fasatura semestrale del Nuovo Piano di seguito vengono evidenziati i deficit di cassa disponibile che si generano nel *Worsening Scenario*.

Tabella 29 - Cassa disponibile nel Nuovo Piano e nel *Worsening Scenario*

Cassa Disponibile	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Cassa disponibile/(deficit) nel Worsening Scenario	28,3	(4,7)	(3,7)	(4,8)	(9,2)	(9,2)	(7,8)	(5,8)	13,6	30,6
Nuovo Piano	33,5	2,1	3,6	3,8	2,3	4,1	7,2	12,7	32,2	50,6
Differenza	(5,2)	(6,8)	(7,3)	(8,6)	(11,5)	(13,4)	(15,0)	(18,5)	(18,7)	(20,0)

Nello scenario peggiorativo occorrerà quindi assumere nuovi finanziamenti (il cui costo si ricorda è già preso in considerazione nella stima dei flussi di cassa nel *Worsening Scenario*).

Di seguito viene riportata la simulazione dei nuovi finanziamenti necessari per mantenere le disponibilità liquide del Gruppo ADV ad un livello pari a 5 €/mln.

Tabella 30 - Finanziamenti aggiuntivi per mantenere la cassa disponibile al valore di 5 €/mln.

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Nuovi finanziamenti/(restituzioni) per finanziare deficit cassa	-	9,7	(1,0)	1,1	4,4	-	(1,4)	(2,0)	(10,7)	-
Cassa disponibile Worsening Scenario post nuovi finanziamenti	28,3	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	13,6	30,6

8.3. CONSIDERAZIONI SUL WORSENING SCENARIO

Nel caso in cui gli scenari di cui sopra dovessero effettivamente manifestarsi il principale effetto sarebbe il raggiungimento della soglia *target* di leverage PFN/Ebitda (4,5) a base della manovra finanziaria.

È utile sottolineare che la tempistica di effettuazione degli investimenti, ove la stessa non abbia significativi effetti sull'implementazione della parte industriale del Nuovo Piano, rappresenta un importante elemento di flessibilità; la Società infatti si è più volte nel passato avvalsa di tale strumento per potere continuare ad operare in continuità.

Occorre in ogni caso che gli accordi che si andranno a finalizzare con le banche prevedano, oltre a *covenants* tutti compatibili con le risultanze del Nuovo Piano, che al verificarsi di non materiali sforamenti dei *covenants* le conseguenze siano diverse dalla risoluzione dei contratti di finanziamento (es. pagamento di *waiver fees*).

Riguardo invece all'impatto dei Contenziosi, in particolare di quelli riferibili all'Addizionale Comunale e al Fondo Antincendio per i quali nel Nuovo Piano¹⁷, anche a ragione delle ultime positive sentenze, non sono previste uscite monetarie e il

¹⁷ Nel *Worsening Scenario* è previsto il ridotto importo di 4 €/mln.

cui esito è tuttavia ad oggi non definibile, sia in termini quantitativi che di tempi di manifestazione, va considerato che una loro emersione nel breve-medio periodo dovrà forzatamente trovare copertura prevalentemente tramite l'acquisizione di nuovo *equity* o altre forme di supporto da parte degli azionisti, mentre a partire dall'esercizio 2029 una porzione delle stesse potrà trovare più comoda copertura nei flussi operativi e nella gestione delle linee di credito.



9. CONCLUSIONI

Il Nuovo Piano, con i suoi risvolti economici e finanziari e pur nei limiti dei fattori di rischio cui è esposto, con particolare riferimento a quelli macroeconomici, risulta fattibile e idoneo a consentire lo sviluppo delle attività in esso prefigurate in una situazione di equilibrio finanziario di tutte le Società del Gruppo e l'effettuazione degli investimenti previsti, purché sia sottoscritto e versato dagli azionisti il prospettato aumento di capitale sociale, almeno in una misura minima di 30 €/mln e vengano raggiunti con gli istituti finanziari accordi in linea con quelli contenuti nella manovra finanziaria e con le cautele suggerite nell'analisi degli scenari peggiorativi.

Manovre finanziarie che non contengano un aumento del capitale sociale e/o un diverso apporto da parte degli azionisti, quali finanziamenti infruttiferi e/o con un bassissimo rendimento e/o prestazioni di garanzie, nella misura minima sopra indicata, appaiono difficilmente perseguibili e sicuramente meno efficienti.

Occorre altresì ricordare che significative soccombenze nei contenziosi, in assenza di un ulteriore, rispetto a quello previsto di 30 €/mln, supporto da parte degli azionisti, potrebbero mettere a rischio l'esecuzione del Nuovo Piano ove la necessità di esborso si manifestasse prima del 31 dicembre 2028.

Castellanza, 3 agosto 2023



PAOLO GIUSEPPE TERZI
DOTTORE COMMERCIALISTA
REVISORE LEGALE