



SAF
SCUOLA DI ALTA FORMAZIONE
DELL'EMILIA ROMAGNA



ORDINE
dei DOTTORI COMMERCIALISTI
e degli ESPERTI CONTABILI
FORLÌ

WEBINAR

Finanza e valutazione d'azienda. Strumenti e strategie per la consulenza alle PMI

20 marzo 2025

Il Terminal Value nella valutazione d'azienda: metodi e criticità

Marco Maria Mattei, Professore ordinario di Economia aziendale Università di Bologna



SCUOLE DI ALTA
FORMAZIONE
CNDCEC

Questo materiale può essere usato esclusivamente per finalità di carattere personale. La proprietà intellettuale del presente materiale, che ha finalità esclusivamente didattiche, tutti i diritti economici, di utilizzo e commercializzazione, anche mediante la pubblicazione sul web e l'eventuale stampa, sono riservati in esclusiva alla Scuola di Alta Formazione.

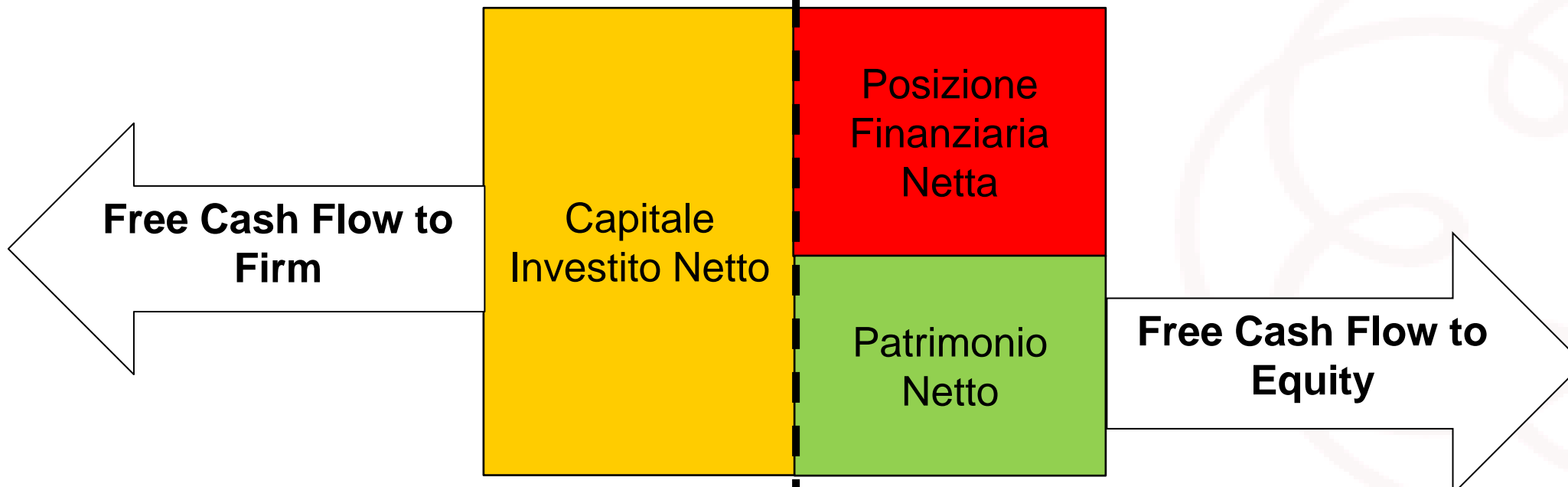
E' fatto espressamente divieto di utilizzare il materiale (rivendendolo, riproducendolo, citandolo, diffondendolo, mettendolo a disposizione del pubblico e di terzi in genere) senza la preventiva autorizzazione di SAF, a pena di risarcimento di tutti i danni subiti e subendi da quest'ultima in conseguenza della violazione commessa.

L'elaborazione dei contenuti è curata con scrupolosa attenzione, tuttavia gli autori e la SAF non si assumono alcuna responsabilità per danni diretti e indiretti derivanti da un uso improprio dei materiali

Premessa: il Discounted Cash Flow (DCF) model

Approccio Asset Side

Approccio Equity Side



$$W = \sum_{s=1}^n \frac{FCFF_s}{(1 + WACC)^s} + \frac{Terminal Value}{(1 + WACC)^n} - PFN$$

$$W = \sum_{s=1}^n \frac{FCFE_s}{(1 + r_e)^s} + \frac{Terminal Value}{(1 + r_e)^n}$$

Premessa: il Discounted Cash Flow (DCF) model

Approccio Asset Side

Ricavi
- Costi operativi
EBIT
- Imposte figurative sull'EBIT
NOPAT
+ Ammortamenti
- Variazione di CCNop
- CAPEX
Free Cash Flow to Firm (FCFF)

Approccio Equity Side

Ricavi
- Costi operativi
EBIT
- Imposte figurative sull'EBIT
NOPAT
+ Ammortamenti
- Variazione di CCNop
- CAPEX
Free Cash Flow to Firm (FCFF)
+ Variazione netta debiti finanziari
- Interessi passivi*(1-t)
Free Cash Flow to Equity (FCFE)

Il terminal value

- Un'azienda ha potenzialmente una vita infinita. Di conseguenza, il suo valore è dato dal valore attuale dei flussi di cassa futuri per un periodo indefinito.

$$Value = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

- Poiché non è possibile stimare puntualmente i flussi di cassa all'infinito, si procede con una stima per un "periodo di previsioni esplicite", alla fine del quale si calcola un valore residuo/terminale (o «Terminal Value»), che cattura il valore dell'azienda al termine di tale periodo.

$$W = \sum_{s=1}^n \frac{FCFF_s}{(1+WACC)^s} + \frac{Terminal Value}{(1+WACC)^n} - PFN$$

$$W = \sum_{s=1}^n \frac{FCFE_s}{(1+r_e)^s} + \frac{Terminal Value}{(1+r_e)^n}$$

Il terminal value

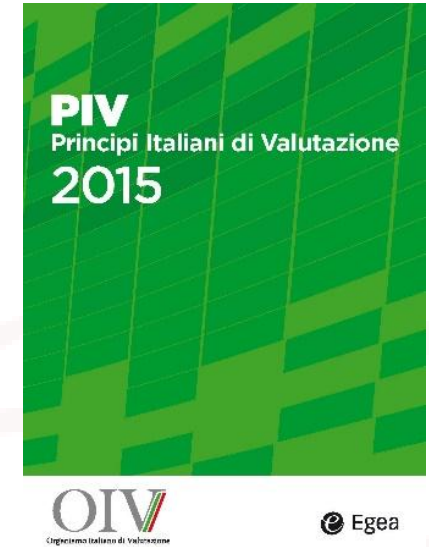
- Un'azienda ha potenzialmente una vita infinita. Di conseguenza, il suo valore è dato dal valore attuale dei flussi di cassa futuri per un periodo indefinito.

$$Value = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

- Poiché non è possibile stimare puntualmente i flussi di cassa all'infinito, si procede con una stima per un "periodo di previsioni esplicite", alla fine del quale si calcola un valore residuo/terminale (o «Terminal Value»), che cattura il valore dell'azienda al termine di tale periodo.

$$W = \sum_{s=1}^n \frac{FCFF_s}{(1+WACC)^s} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+WACC)^n} - PFN$$
$$W = \sum_{s=1}^n \frac{FCFE_s}{(1+r_e)^s} + \frac{\text{Terminal Value}}{(1+r_e)^n}$$

Principi Italiani di Valutazione (PIV)



III.1.36.

«[...] il momento più delicato della valutazione, e cioè la stima del valore terminale».

Il valore terminale può raggiungere anche **l'80% del valore di stima di un'azienda** (Damodaran, 2014)

Principi Italiani di Valutazione (PIV) – Il piano aziendale

PIV III.1.36

«L'individuazione dei flussi da trattare con il **metodo DCF** richiede la **disponibilità di un piano aziendale**, normalmente elaborato dal management [...]» e «**Il piano idealmente dovrebbe estendersi sino al momento della stabilizzazione dei driver di valore**[...]»

«È noto che in molti casi i piani formulati nell'ambito dei sistemi aziendali di programmazione e controllo sono limitati a pochi anni (**spesso a tre anni**, essendo il primo rappresentato a scorrimento dal periodo di budget, raramente oltre i cinque anni).»

«Le esigenze della valutazione possono tuttavia richiedere un'estensione dell'arco temporale, al fine di raggiungere la **stabilizzazione dei driver di valore** (redditività del capitale investito, reinvestment rate, crescita, costo del capitale), necessaria per **agevolare la stima del valore terminale.**» → **Fading period**

Principi Italiani di Valutazione (PIV) – Il valore terminale

PIV III.1.37

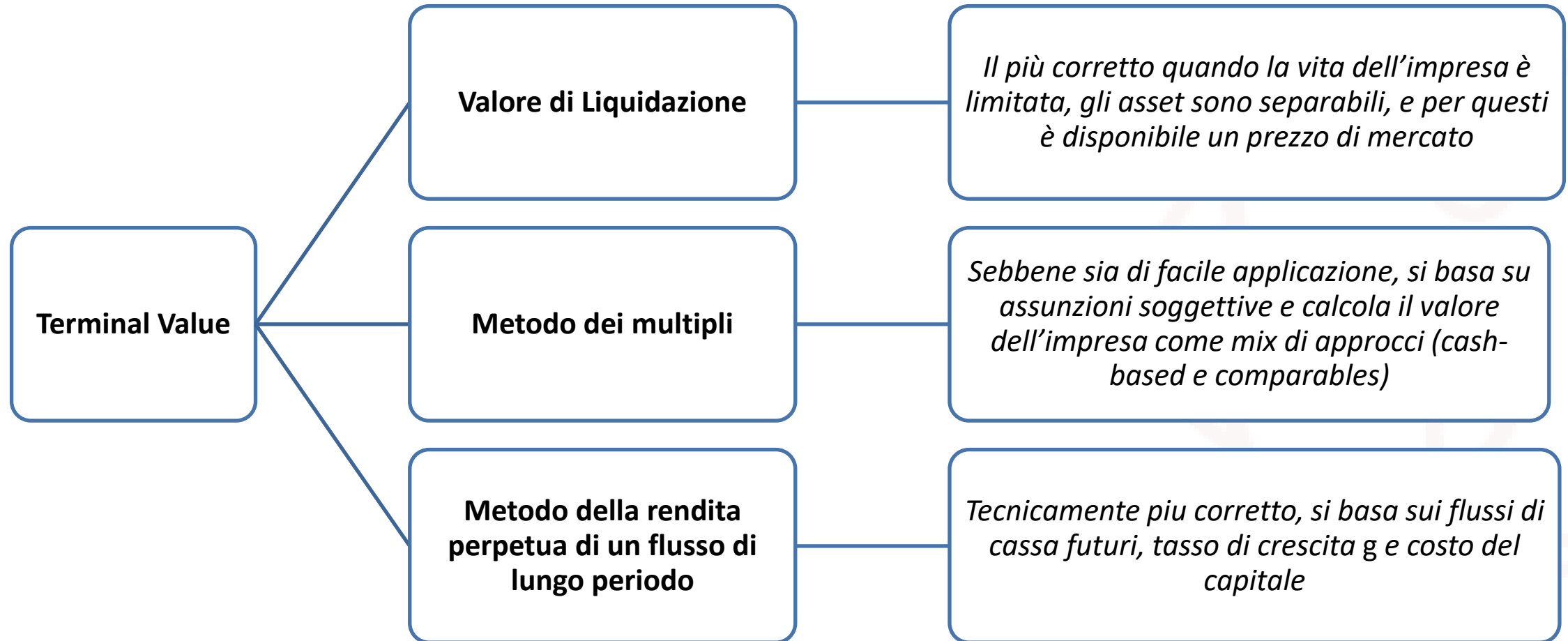
«In sede di applicazione del metodo DCF, l'esperto deve prestare grande attenzione alla stima del valore terminale, essendo consapevole del peso elevato che questo può avere sul valore finale [...]»

«stima del valore terminale [...] dovrebbe basarsi sull'individuazione di un flusso sostenibile di lungo periodo, tenendo conto anche di un tasso di crescita coerente con i fondamentali»

→ Il valore terminale può essere calcolato attualizzando per un tempo illimitato il flusso di lungo periodo (i.e. **rendita perpetua con crescita g**)

«Il confronto con una stima basata sui moltiplicatori di mercato di società confrontabili, opportunamente scelti, può peraltro consentire un utile controllo.»

Metodi di valutazione del Terminal Value



Valore di liquidazione e Terminal Value

Il metodo del valore di liquidazione **si utilizza raramente e può riguardare la valutazione di imprese che operano in virtù di contratti o concessioni che hanno bassa probabilità di rinnovo**; oppure iniziative che sono comunque destinate ad esaurire il proprio ciclo di vita in un periodo di tempo limitato.

Di norma, si utilizza:

Valutazione con **approccio equity side** → Patrimonio Netto, rettificato per le prevedibili plus(minus)valenze di liquidazione

Valutazione con **approccio asset side** → Valore dell'attivo (Capitale Investito Netto), rettificato per le prevedibili plus(minus)valenze di liquidazione

Metodo dei multipli e Terminal Value

Secondo il metodo dei multipli, il valore di un'impresa ad una data futura viene stimato **applicando un multiplo (“exit multiple”) a valori economici (o driver di valore alternativi) conseguiti dall'impresa in quell'anno.**

- Se si utilizza questo metodo, il **valore finale** dell'impresa diventa un **mix tra una valutazione basata sui flussi di cassa e una valutazione relativa** (basata su valori di società comparabili).
- *«È bene ricordare che i parametri di mercato (ossia **i multipli**, ndr) utilizzati **per la stima del valore terminale** (o per il controllo di quest'ultimo) **non possono essere multipli correnti**, poiché questi incorporano prospettive di crescita che a fine piano potrebbero per intero essersi esaurite». (PIV Commento a III.1.37)*

Rendita perpetua e Terminal Value

Quando i flussi di cassa di un'azienda crescono a un tasso **costante** nel tempo, il valore attuale di tali flussi può essere calcolato con la formula:

$$\textit{Terminal Value} = \frac{\textit{Flusso di cassa atteso}_{t+1}}{(r - g)}$$

dove:

- **Flusso di cassa atteso** = FCFF (approccio asset-side) oppure FCFE (approccio equity-side).
- **r** = Tasso di sconto (Costo del Capitale Proprio o Costo Medio Ponderato del Capitale – WACC)
- **g** = Tasso di crescita atteso

Re Terminal Value

Due input fondamentali nella valutazione del Terminal Value:

- **Flusso di cassa atteso di lungo periodo** (→ stimare la quota di reddito operativo (NOPAT) da reinvestire per mantenere un determinato saggio costante di crescita g).
- g = **Tasso di crescita** atteso del flusso

Per garantire una **coerenza fra struttura patrimoniale e i flussi di cassa attesi** occorre stimare l'investire in:

- **CAPEX** (investimenti in immobilizzazioni)
- **CCNop** (investimenti in attivo circolante)

Ricavi
- Costi operativi
EBIT
- Imposte figurative sull'EBIT
NOPAT
+ Ammortamenti
- Variazione di CCNop
- CAPEX
Free Cash Flow to Firm (FCFF)

Re Terminal Value

Due input fondamentali nella valutazione del Terminal Value:

- **Flusso di cassa atteso di lungo periodo** (→ stimare la quota di reddito operativo (NOPAT) da reinvestire per mantenere un determinato saggio costante di crescita g).
- g = **Tasso di crescita** atteso del flusso

Per garantire una **coerenza fra struttura patrimoniale e i flussi di cassa attesi** occorre stimare l'investire in:

- **CAPEX** (investimenti in immobilizzazioni)
- **CCNop** (investimenti in attivo circolante)

Ad esempio, se $g = 0\%$ (no crescita) allora:

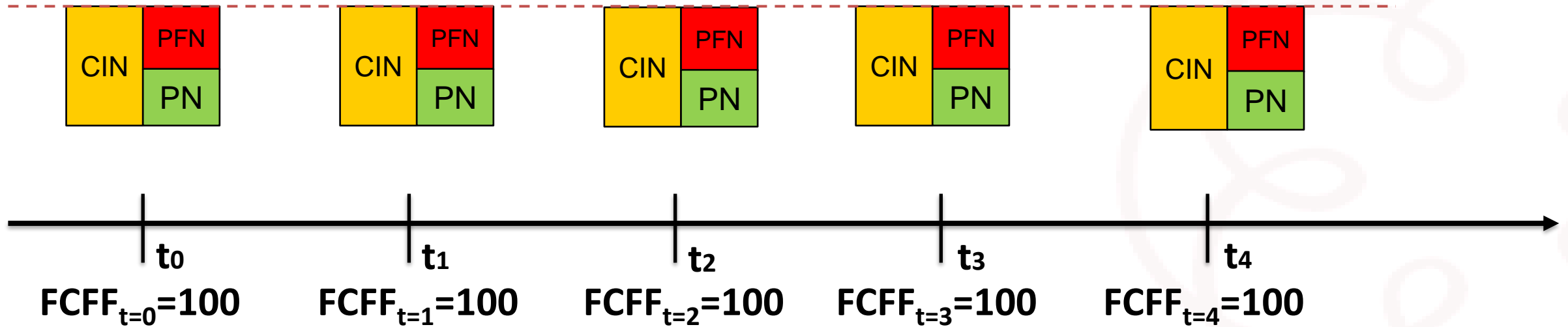
- **CAPEX = Ammortamenti**
- **$\Delta\text{CCNop} = 0$**

Ricavi
- Costi operativi
EBIT
- Imposte figurative sull'EBIT
NOPAT
+ Ammortamenti
- Variazione di CCNop
- CAPEX
Free Cash Flow to Firm (FCFF)



Rendita perpetua e Terminal Value

Esempio con tasso di crescita stabile, $g = 0\%$ (no crescita)



Principi Italiani di Valutazione (PIV)

	Consuntivo			Previsionale				Perpetuità
	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	31-12-26	31-12-27	31-12-28	
Ricavi	92,517	86,018	96,673	98,607	100,332	102,088	103,619	103,619
<i>Revenue Growth</i>	-2.60%	-7.02%	12.39%	2.00%	1.75%	1.75%	1.50%	0.00%
Costi operativi (senza ammortamenti)	(91,086)	(82,468)	(88,517)	(90,521)	(92,205)	(93,921)	(95,330)	(95,330)
EBITDA	1,431	3,550	8,156	8,086	8,127	8,167	8,290	8,290
<i>EBITDA Margin</i>	1.55%	4.13%	8.44%	8.20%	8.10%	8.00%	8.00%	8.00%
Ammortamenti & Svalutazioni	(2,638)	(1,879)	(2,196)	(1,666)	(1,716)	(1,705)	(1,710)	(1,710)
<i>Ammortamenti su ricavi</i>	2.85%	2.18%	2.27%	1.69%	1.71%	1.67%	1.65%	1.65%
EBIT	(1,207)	1,671	5,959	6,419	6,411	6,462	6,580	6,580
<i>ROS</i>	-1.30%	1.94%	6.16%	6.51%	6.39%	6.33%	6.35%	6.35%
Imposte correnti figurative	37	314	(1,286)	(2,183)	(2,180)	(2,197)	(2,237)	(2,237)
<i>Income Tax Rate</i>	3.03%	-18.82%	21.57%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
NOPAT	(1,170)	1,985	4,674	4,237	4,231	4,265	4,343	4,343
Ammortamenti	2,638	1,879	2,196	1,666	1,716	1,705	1,710	1,710
Variazione Cap. Circ. Netto Op.	(84)	(978)	2,143	353	314	320	278	278
<i>CCN su ricavi</i>	-0.09%	-1.14%	2.22%	0.36%	0.31%	0.31%	0.27%	0.27%
Capital Expenditure (CAPEX)	731	791	1,266	1,479	1,605	1,735	1,762	1,762
<i>CAPEX as a % of Revenue</i>	0.79%	0.92%	1.31%	1.50%	1.60%	1.70%	1.70%	1.70%
Free Cash Flow to the Firm	821	4,050	3,461	4,071	4,028	3,915	4,013	4,013

Principi Italiani di Valutazione (PIV)

PIV Commento a III.1.37

«Nella pratica si osserva frequentemente che il **flusso del periodo terminale è fatto pari al flusso dell'ultimo anno** del periodo di previsione esplicita , montato di un anno al tasso g. Si segnala tuttavia che ciò può essere **inappropriato** [...].»

	Consuntivo			Previsionale			31-12-28	Perpetuità
	31-12-22	31-12-23	31-12-24	31-12-25	31-12-26	31-12-27		
Ricavi	92,517	86,018	96,673	98,607	100,332	102,088	103,619	103,619
Revenue Growth	-2.60%	-7.02%	12.39%	2.00%	1.75%	1.75%	1.50%	0.00%
Costi operativi (senza ammortamenti)	(91,086)	(82,468)	(88,517)	(90,521)	(92,205)	(93,921)	(95,330)	(95,330)
EBITDA	1,431	3,550	8,156	8,086	8,127	8,167	8,290	8,290
EBITDA Margin	1.55%	4.13%	8.44%	8.20%	8.10%	8.00%	8.00%	8.00%
Ammortamenti & Svalutazioni	(2,638)	(1,879)	(2,196)	(1,666)	(1,716)	(1,705)	(1,710)	(1,710)
Ammortamenti su ricavi	2.85%	2.18%	2.27%	1.69%	1.71%	1.67%	1.65%	1.65%
EBIT	(1,207)	1,671	5,959	6,419	6,411	6,462	6,580	6,580
ROS	-1.30%	1.94%	6.16%	6.51%	6.39%	6.33%	6.35%	6.35%
Imposte correnti figurative	37	314	(1,286)	(2,183)	(2,180)	(2,197)	(2,237)	(2,237)
Income Tax Rate	3.03%	-18.82%	21.57%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
NOPAT	(1,170)	1,985	4,674	4,237	4,231	4,265	4,343	4,343
Ammortamenti	2,638	1,879	2,196	1,666	1,716	1,705	1,710	1,710
Variazione Cap. Circ. Netto Op.	(84)	(978)	2,143	353	314	320	278	278
CCN su ricavi	-0.09%	-1.14%	2.22%	0.36%	0.31%	0.31%	0.27%	0.27%
Capital Expenditure (CAPEX)	731	791	1,266	1,479	1,605	1,735	1,762	1,762
CAPEX as a % of Revenue	0.79%	0.92%	1.31%	1.50%	1.60%	1.70%	1.70%	1.70%
Free Cash Flow to the Firm	821	4,050	3,461	4,071	4,028	3,915	4,013	4,013

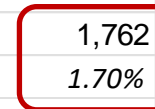
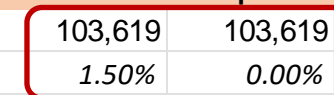
Rendita perpetua e Terminal Value

Utilizzo i valori dell'ultimo anno

Esempio di stima potenzialmente "inappropriata" con tasso di crescita stabile, $g = 0\%$ (no crescita)

Ricavi
- Costi operativi
EBIT
- Imposte figurative sull'EBIT
NOPAT
+ Ammortamenti
- Variazione di CCNop
- CAPEX
Free Cash Flow to Firm (FCFF)

	Previsionale				
	31-12-25	31-12-26	31-12-27	31-12-28	Perpetuità
Ricavi	98,607	100,332	102,088	103,619	103,619
Revenue Growth	2.00%	1.75%	1.75%	1.50%	0.00%
Costi operativi (senza ammortamenti)	(90,521)	(92,205)	(93,921)	(95,330)	(95,330)
EBITDA	8,086	8,127	8,167	8,290	8,290
EBITDA Margin	8.20%	8.10%	8.00%	8.00%	8.00%
Ammortamenti & Svalutazioni	(1,666)	(1,716)	(1,705)	(1,710)	(1,710)
Ammortamenti su ricavi	1.69%	1.71%	1.67%	1.65%	1.65%
EBIT	6,419	6,411	6,462	6,580	6,580
ROS	6.51%	6.39%	6.33%	6.35%	6.35%
Imposte correnti figurative	(2,183)	(2,180)	(2,197)	(2,237)	(2,237)
Income Tax Rate	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
NOPAT	4,237	4,231	4,265	4,343	4,343
Ammortamenti	1,666	1,716	1,705	1,710	1,710
Variazione Cap. Circ. Netto Op.	353	314	320	278	278
CCN su ricavi	0.36%	0.31%	0.31%	0.27%	0.27%
Capital Expenditure (CAPEX)	1,479	1,605	1,735	1,762	1,762
CAPEX as a % of Revenue	1.50%	1.60%	1.70%	1.70%	1.70%
Free Cash Flow to the Firm	4,071	4,028	3,915	4,013	4,013



Rendita perpetua e Terminal Value

Utilizzo i valori dell'ultimo anno

Esempio di stima potenzialmente "inappropriata" con tasso di crescita stabile, $g = 0\%$ (no crescita)

Ricavi
- Costi operativi
EBIT
- Imposte figurative sull'EBIT
NOPAT
+ Ammortamenti
- Variazione di CCNop
- CAPEX
Free Cash Flow to Firm (FCFF)

	Previsionale				
	31-12-25	31-12-26	31-12-27	31-12-28	Perpetuità
Ricavi	98,607	100,332	102,088	103,619	103,619
<i>Revenue Growth</i>	2.00%	1.75%	1.75%	1.50%	0.00%
Costi operativi (senza ammortamenti)	(90,521)	(92,205)	(93,921)	(95,330)	(95,330)
EBITDA	8,086	8,127	8,167	8,290	8,290
<i>EBITDA Margin</i>	8.20%	8.10%	8.00%	8.00%	8.00%
Ammortamenti & Svalutazioni	(1,666)	(1,716)	(1,705)	(1,710)	(1,710)
<i>Ammortamenti su ricavi</i>	1.69%	1.71%	1.67%	1.65%	1.65%
EBIT	6,419	6,411	6,462	6,580	6,580
<i>ROS</i>	6.51%	6.39%	6.33%	6.35%	6.35%
Imposte correnti figurative	(2,183)	(2,180)	(2,197)	(2,237)	(2,237)
<i>Income Tax Rate</i>	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
NOPAT					4,343
Ammortamenti					1,710
Variazione Cap. Circ. Netto Op.					278
<i>CCN su ricavi</i>					0.27%
Capital Expenditure (CAPEX)					1,762
<i>CAPEX as a % of Revenue</i>					1.70%
Free Cash Flow to the Firm					4,013

Criticabile con $g = 0\%$ avere:

1. $\text{Amm.ti} < \text{CAPEX}$
 - $\text{CIN} \uparrow$
2. $\Delta \text{CCNop} > 0$
 - $\text{CIN} \uparrow$



1,710

278

0.27%

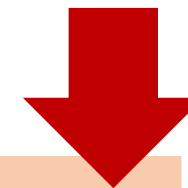
1,762

1.70%

4,013

Rendita perpetua e Terminal Value

Esempio con tasso di crescita stabile, $g = 0\%$ (no crescita)



Ricavi
- Costi operativi
EBIT
- Imposte figurative sull'EBIT
NOPAT
+ Ammortamenti
- Variazione di CCNop
- CAPEX
Free Cash Flow to Firm (FCFF)

	Previsionale				
	31-12-25	31-12-26	31-12-27	31-12-28	Perpetuità
Ricavi	98,607	100,332	102,088	103,619	103,619
Revenue Growth	2.00%	1.75%	1.75%	1.50%	0.00%
Costi operativi (senza ammortamenti)	(90,521)	(92,205)	(93,921)	(95,330)	(95,330)
EBITDA	8,086	8,127	8,167	8,290	8,290
EBITDA Margin	8.20%	8.10%	8.00%	8.00%	8.00%
Ammortamenti & Svalutazioni	(1,666)	(1,716)	(1,705)	(1,710)	(1,554)
Ammortamenti su ricavi	1.69%	1.71%	1.67%	1.65%	1.50%
EBIT	6,419	6,411	6,462	6,580	6,735
ROS	6.51%	6.39%	6.33%	6.35%	6.50%
Imposte correnti figurative	(2,183)	(2,180)	(2,197)	(2,237)	(2,290)
Income Tax Rate	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
NOPAT	4,237	4,231	4,265	4,343	4,445
Ammortamenti	1,666	1,716	1,705	1,710	1,554
Variazione Cap. Circ. Netto Op.	353	314	320	278	0
CCN su ricavi	0.36%	0.31%	0.31%	0.27%	0.00%
Capital Expenditure (CAPEX)	1,479	1,605	1,735	1,762	1,554
CAPEX as a % of Revenue	1.50%	1.60%	1.70%	1.70%	1.50%
Free Cash Flow to the Firm	4,071	4,028	3,915	4,013	4,445

Rendita perpetua e Terminal Value

Esempio con tasso di crescita stabile, $g = 0\%$ (no crescita)



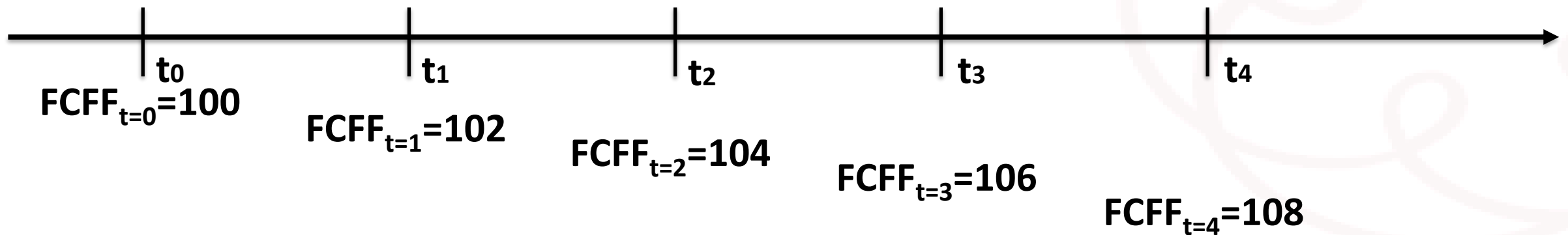
Ricavi
- Costi operativi
EBIT
- Imposte figurative sull'EBIT
NOPAT
+ Ammortamenti
- Variazione di CCNop
- CAPEX
Free Cash Flow to Firm (FCFF)

	Previsionale				
	31-12-25	31-12-26	31-12-27	31-12-28	Perpetuità
Ricavi	98,607	100,332	102,088	103,619	103,619
Revenue Growth	2.00%	1.75%	1.75%	1.50%	0.00%
Costi operativi (senza ammortamenti)	(90,521)	(92,205)	(93,921)	(95,330)	(95,330)
EBITDA	8,086	8,127	8,167	8,290	8,290
EBITDA Margin	8.20%	8.10%	8.00%	8.00%	8.00%
Ammortamenti & Svalutazioni	(1,666)	(1,716)	(1,705)	(1,710)	(1,554)
Ammortamenti su ricavi	1.69%	1.71%	1.67%	1.65%	1.50%
EBIT	6,419	6,411	6,462	6,580	6,735
ROS	6.51%	6.39%	6.33%	6.35%	6.50%
Imposte correnti figurative	(2,183)	(2,180)	(2,197)	(2,237)	(2,290)
Income Tax Rate	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
NOPAT	4,237	4,231	4,265	4,343	4,445
Ammortamenti	1,666	1,716	1,705	1,710	1,554
Variazione Cap. Circ. Netto Op.	353	314	320	278	0
CCN su ricavi	0.36%	0.31%	0.31%	0.27%	0.00%
Capital Expenditure (CAPEX)	1,479	1,605	1,735	1,762	1,554
CAPEX as a % of Revenue	1.50%	1.60%	1.70%	1.70%	1.50%
Free Cash Flow to the Firm	4,071	4,028	3,915	4,013	4,445

$\Delta=0$

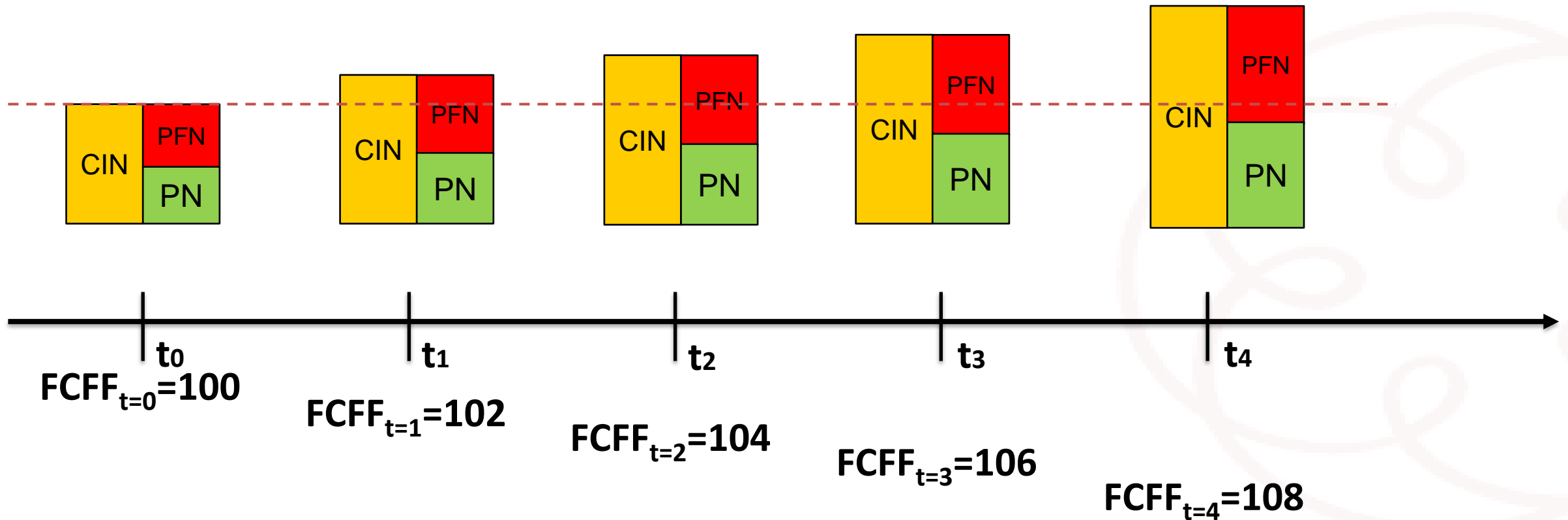
Rendita perpetua e Terminal Value

Esempio con tasso di crescita stabile, $g = 2\%$ (no crescita)



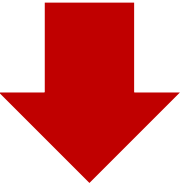
Rendita perpetua e Terminal Value

Esempio con tasso di crescita stabile, $g = 2\%$ (no crescita)



Rendita perpetua e Terminal Value

Esempio con tasso di crescita stabile, $g = 2\%$ (con crescita)



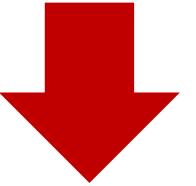
	Previsionale				
	31-12-25	31-12-26	31-12-27	31-12-28	Perpetuità
Ricavi	98,607	100,332	102,088	103,619	105,692
<i>Revenue Growth</i>	2.00%	1.75%	1.75%	1.50%	2.00%
Costi operativi (senza ammortamenti)	(90,521)	(92,205)	(93,921)	(95,330)	(97,236)
EBITDA	8,086	8,127	8,167	8,290	8,455
<i>EBITDA Margin</i>	8.20%	8.10%	8.00%	8.00%	8.00%
Ammortamenti & Svalutazioni	(1,666)	(1,716)	(1,705)	(1,710)	(1,260)
<i>Ammortamenti su ricavi</i>	1.69%	1.71%	1.67%	1.65%	1.19%
EBIT	6,419	6,411	6,462	6,580	7,195
<i>ROS</i>	6.51%	6.39%	6.33%	6.35%	6.81%
Imposte correnti figurative	(2,183)	(2,180)	(2,197)	(2,237)	(2,446)
<i>Income Tax Rate</i>	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
NOPAT	4,237	4,231	4,265	4,343	4,749
Ammortamenti	1,666	1,716	1,705	1,710	1,260
Variazione Cap. Circ. Netto Op.	353	314	320	278	531
<i>CCN su ricavi</i>	0.36%	0.31%	0.31%	0.27%	0.50%
Capital Expenditure (CAPEX)	1,479	1,605	1,735	1,762	1,585
<i>CAPEX as a % of Revenue</i>	1.50%	1.60%	1.70%	1.70%	1.50%
Free Cash Flow to the Firm	4,071	4,028	3,915	4,013	3,892

Ricavi
- Costi operativi
EBIT
- Imposte figurative sull'EBIT
NOPAT
+ Ammortamenti
- Variazione di CCNop
- CAPEX
Free Cash Flow to Firm (FCFF)



Rendita perpetua e Terminal Value

Esempio con tasso di crescita stabile, $g = 2\%$ (con crescita)



Ricavi
- Costi operativi
EBIT
- Imposte figurative sull'EBIT
NOPAT
+ Ammortamenti
- Variazione di CCNop
- CAPEX
Free Cash Flow to Firm (FCFF)

	Previsionale				Perpetuità
	31-12-25	31-12-26	31-12-27	31-12-28	
Ricavi	98,607	100,332	102,088	103,619	105,692
Revenue Growth	2.00%	1.75%	1.75%	1.50%	2.00%
Costi operativi (senza ammortamenti)	(90,521)	(92,205)	(93,921)	(95,330)	(97,236)
EBITDA	8,086	8,127	8,167	8,290	8,455
EBITDA Margin	8.20%	8.10%	8.00%	8.00%	8.00%
Ammortamenti & Svalutazioni	(1,666)	(1,716)	(1,705)	(1,710)	(1,260)
Ammortamenti su ricavi	1.69%	1.71%	1.67%	1.65%	1.19%
EBIT	6,419	6,411	6,462	6,580	7,195
ROS	6.51%	6.39%	6.33%	6.35%	6.81%
Imposte correnti figurative	(2,183)	(2,180)	(2,197)	(2,237)	(2,446)
Income Tax Rate	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%	34.00%
NOPAT	4,237	4,231	4,265	4,343	4,749
Ammortamenti	1,666	1,716	1,705	1,710	1,260
Variazione Cap. Circ. Netto Op.	353	314	320	278	531
CCN su ricavi	0.36%	0.31%	0.31%	0.27%	0.50%
Capital Expenditure (CAPEX)	1,479	1,605	1,735	1,762	1,586
CAPEX as a % of Revenue	1.50%	1.60%	1.70%	1.70%	1.50%
Free Cash Flow to the Firm	4,071	4,028	3,915	4,013	3,892



Rendita perpetua e Terminal Value

Due input fondamentali nella valutazione del Terminal Value:

- Flusso di cassa atteso di lungo periodo (→ stimare la quota di reddito operativo (NOPAT) da reinvestire per mantenere un determinato saggio costante di crescita g).
- g = **Tasso di crescita** atteso del flusso ←

Questo **tasso di crescita costante** viene definito **tasso di crescita stabile** e nel lungo periodo **non dovrebbe essere superiore al tasso di crescita del settore e/o dell'economia** in cui opera l'azienda.

Sebbene alcune aziende possano mantenere tassi di crescita elevati per lunghi periodi, nel tempo tutte tenderanno verso una fase di **crescita stabile**.

Rendita perpetua e Terminal Value

- Nella stima del tasso di crescita g , il valutatore deve tenere conto:
 - del **vantaggio competitivo** di cui gode l'azienda al momento della valutazione nel lungo periodo;
 - che i **vantaggi competitivi sono destinati a ridursi o ad esaurirsi nel tempo** per effetto della naturale dinamica competitiva.
- **Tra gli aspetti da considerare ci sono:**
 - le prospettive di crescita del settore di riferimento;
 - le prospettive di crescita dell'azienda, la crescita storica già realizzata, e forza del brand;
 - le barriere all'entrata che esistono e l'eventuale minaccia di prodotti/servizi/tecnologie sostitutive;
 - l'intensità competitiva del settore (numero di concorrenti, quote di mercato dei leader e quelle dei follower; fenomeni di "guerra dei prezzi" attesi o passati, etc.);
 - potere contrattuale dei clienti, dei fornitori, e dei canali distributivi.

Grazie per l'attenzione

Marco Maria Mattei

Dipartimento di Scienze Aziendali
Università di Bologna

marcomaria.mattei@unibo.it