



Università LUISS Guido Carli

Corso di Laurea Magistrale in Banche e Intermediari  
Finanziari

# Metodi Valutativi delle Società di Gestione Aeroportuale

*Tesi di Laurea*

**Candidato:**

*Francesco Marini*

**Relatore:**

*Prof. Arturo Capasso*

**Correlatore:**

*Prof. Andrea Polo*

Anno Accademico 2023-2024



# Indice

<b>1</b>	<b>Introduzione</b>	<b>5</b>
1.1	Contesto, Obiettivi e Scopo della Ricerca . . . . .	5
1.2	Metodologia di Ricerca . . . . .	5
<b>2</b>	<b>Il settore del trasporto aereo</b>	<b>7</b>
2.1	Importanza economica del settore . . . . .	7
<b>3</b>	<b>Business model delle società di gestione aeroportuale</b>	<b>9</b>
3.1	Struttura delle società di gestione aeroportuale . . . . .	9
3.1.1	Previsioni di traffico . . . . .	10
3.1.2	Tariffe aeroportuali . . . . .	11
3.1.3	Attività di subconcessione . . . . .	12
3.2	Fonti di ricavo . . . . .	14
3.2.1	Ricavi Aviation . . . . .	14
3.2.2	Ricavi Non Aviation . . . . .	15
3.2.3	Influenza di fattori economici sui ricavi . . . . .	16
3.3	Principali voci di costo . . . . .	16
3.3.1	Influenza di fattori economici sui costi . . . . .	18
3.4	Peculiarità del modello di business aeroportuale . . . . .	18
3.5	Legame tra business model e informazione finanziaria prospettica nella valutazione aziendale . . . . .	19
<b>4</b>	<b>Il Partenariato Pubblico-Privato (PPP) nelle concessioni aeroportuali</b>	<b>22</b>
4.1	Definizione e ruolo del PPP nel settore aeroportuale . . . . .	22
4.2	La disciplina delle concessioni secondo il D.Lgs. n. 36/2023 . . . . .	23
4.3	Tipologie di accordi di concessione . . . . .	23
4.4	Implicazioni economico-finanziarie del PPP . . . . .	24

<b>5</b>	<b>Metodologie di Valutazione Aziendale</b>	<b>26</b>
5.1	Introduzione alle Metodologie di Valutazione . . . . .	26
5.1.1	Metodi Diretti . . . . .	26
5.1.2	Metodi Indiretti . . . . .	27
5.2	Principi Fondamentali dei Metodi Indiretti Basati sui Flussi di Cassa	27
5.2.1	Importanza dei Flussi di Cassa nella Valutazione Aziendale . .	27
5.2.2	Capitalizzazione Composta e Legge del Montante . . . . .	28
5.2.3	Legge del Valore Attuale . . . . .	30
5.2.4	Attualizzazione e Trasferimento Temporale del Capitale . . . .	31
5.3	Metodologie Redditali . . . . .	32
5.3.1	Introduzione ai Metodi Redditali . . . . .	32
5.3.2	Calcolo del Reddito Medio Prospettico . . . . .	33
5.3.3	Normalizzazione dei Redditi . . . . .	33
5.3.4	Previsione dei Redditi Futuri . . . . .	34
5.3.5	Metodo Reddituale Puro . . . . .	35
5.3.6	Metodi Redditali Articolati . . . . .	36
<b>6</b>	<b>Metodologie Finanziarie</b>	<b>38</b>
6.1	Il Metodo del Discounted Cash Flow (DCF) nella Valutazione Aziendale	38
6.1.1	Flussi di Cassa: FCFE e FCFE . . . . .	38
6.2	L'Analisi del Flusso di Cassa Scontato (DCF) . . . . .	40
6.3	Vantaggi e Svantaggi del Metodo DCF . . . . .	41
6.4	Dividend Discount Model (DDM) . . . . .	42
6.5	Il WACC (Weighted Average Cost of Capital) . . . . .	44
<b>7</b>	<b>Metodologie Comparative</b>	<b>46</b>
7.1	Il Metodo dei Multipli . . . . .	46
7.2	Il Metodo delle Transazioni Comparabili . . . . .	48
7.3	Il Metodo del Sum of the Parts (SOTP) . . . . .	49
<b>8</b>	<b>Il Tasso di Sconto: Coerenza tra Flusso e Tasso di Sconto</b>	<b>51</b>
8.1	Il Rischio e il Premio per il Rischio . . . . .	51
8.2	Il Tasso di Sconto nei Metodi Redditali e Finanziari . . . . .	53
<b>9</b>	<b>Applicazione dei Metodi di Valutazione nelle Società di Gestione Aeroportuale</b>	<b>55</b>
9.1	Peculiarità del Settore Aeroportuale . . . . .	55
9.2	Applicazione del DCF nel Settore Aeroportuale . . . . .	56
9.3	Applicazione del SOTP nel Settore Aeroportuale . . . . .	57

9.4	Usò dei Multipli nelle Valutazioni Aeroportuali . . . . .	58
<b>10</b>	<b>Analisi del Business Plan</b>	<b>60</b>
10.1	Applicazione del Discounted Cash Flow (DCF) . . . . .	61
10.1.1	Costruzione dei Flussi di Cassa . . . . .	61
10.1.2	Costruzione del WACC . . . . .	63
10.1.3	Determinazione del valore con approccio DCF . . . . .	67
10.2	Applicazione del Dividend Discount Model (DDM) . . . . .	69
10.2.1	Costruzione del $K_e$ . . . . .	69
10.2.2	Determinazione del valore con approccio DDM . . . . .	69
10.3	Applicazione del Metodo dei Multipli . . . . .	70
10.3.1	Struttura del file di lavoro di Pricing . . . . .	71
10.3.2	Determinazione del valore con approccio dei Multipli di Borsa	77
10.4	Transazioni Comparabili . . . . .	78
10.4.1	Determinazione del valore con approccio delle Transazioni Com- parabili . . . . .	79
<b>11</b>	<b>Considerazioni Finali</b>	<b>82</b>
<b>12</b>	<b>Modello Excel</b>	<b>85</b>
<b>13</b>	<b>Bibliografia</b>	<b>100</b>

# Capitolo 1

## Introduzione

### 1.1 Contesto, Obiettivi e Scopo della Ricerca

Il presente elaborato ha l'obiettivo di approfondire i metodi di valutazione del capitale economico delle società operanti nel settore del trasporto aereo, un settore cruciale per l'economia globale. Il trasporto aereo non solo facilita il rapido spostamento di persone e merci, ma è anche un catalizzatore per la crescita economica di un paese, che influenza direttamente il PIL e potenziando settori correlati come il turismo e il commercio internazionale. L'obiettivo principale di questa ricerca è quello di analizzare come i metodi di valutazione aziendale possano essere efficacemente applicati alle società di gestione aeroportuale, tenendo conto delle loro caratteristiche uniche e dell'impatto economico significativo del settore sull'economia nazionale. Attraverso un'analisi approfondita delle dinamiche economiche e dei principali metodi di valutazione aziendale, si intende dimostrare l'importanza di un approccio ben strutturato per la valutazione di queste società, con particolare attenzione all'influenza che esse esercitano sulla competitività e sullo sviluppo economico di un paese.

### 1.2 Metodologia di Ricerca

Partendo dunque dalla definizione dell'oggetto di studio, le società di gestione aeroportuale, ed esaminando in particolar modo la loro struttura e le peculiarità delle società concessionarie, ci chiediamo come i metodi di valutazione aziendale possano essere adattati efficientemente al particolare modello aziendale. Considerata l'importanza strategica e l'impatto economico del settore del trasporto aereo di cui si è detto, è essenziale comprendere come le caratteristiche uniche di queste società influenzino la loro gestione economico-finanziaria e, conseguentemente, la loro valu-

tazione. Per rispondere a questa domanda siamo partiti dalla disamina dettagliata delle aree strategiche di affari e delle principali funzioni di produzione, per arrivare poi alla gestione economico-finanziaria di una società aeroportuale. La valutazione delle performance economiche delle società di gestione aeroportuale, infatti, non può prescindere dall'analisi accurata delle dinamiche economiche e operative che caratterizzano questo settore. Questo primo inquadramento costituisce un passo fondamentale per la valutazione delle performance oggetto del presente elaborato, e apre le porte allo studio di quelli che sono i principali metodi di valutazione adottati nella prassi professionale, nonché i più idonei a rappresentare il valore economico di questo modello di business. A supporto dell'elaborato, ci siamo avvalsi dell'analisi di un business plan fornito da una primaria società che gestisce un importante scalo aeroportuale Italiano. Il business plan sarà utilizzato per condurre un esercizio di valutazione aziendale, applicando i diversi metodi comunemente adottati nella prassi professionale per la valutazione economica. Inoltre, la ricerca è supportata dalla collaborazione con professionisti della società di consulenza KPMG Advisory, che hanno maturato esperienza e competenza nel settore. Questa sinergia tra approccio teorico e pratico mira a fornire un'analisi completa e approfondita del valore economico delle società operanti nel settore del trasporto aereo. L'obiettivo è dimostrare come i principi teorici possano essere applicati in un contesto reale, offrendo un quadro esaustivo delle dinamiche economico-finanziarie che caratterizzano tali società. Il contributo di KPMG Advisory, attraverso l'esperienza pratica e le best practices del settore, assicura che l'analisi sia non solo teoricamente solida, ma anche pertinente e applicabile nella pratica operativa

# Capitolo 2

## Il settore del trasporto aereo

### 2.1 Importanza economica del settore

Il settore del trasporto aereo riveste un ruolo cruciale nell'economia globale, rappresentando non solo un mezzo fondamentale per il movimento rapido ed efficiente di persone e merci, ma anche un catalizzatore significativo per la crescita economica di un paese. La sua importanza può essere analizzata attraverso diversi fattori, tra cui l'influenza diretta sul PIL, l'effetto moltiplicatore sui settori correlati, e l'impatto sull'attrattività e la competitività internazionale di una nazione. Fondamentale il contributo che tale settore apporta direttamente all'incremento del PIL di una nazione in ragione delle attività delle compagnie aeree, degli aeroporti e dei servizi di manutenzione e di supporto. Le compagnie aeree generano reddito attraverso la vendita di biglietti e di servizi aggiuntivi, mentre gli aeroporti generano ricavi dalle tasse di atterraggio, dai servizi di handling e dalle subconcessioni commerciali. Inoltre, le aziende che forniscono servizi di manutenzione, riparazione e revisione (MRO) degli aeromobili costituiscono un segmento fondamentale che supporta il buon funzionamento del settore. Oltre al contributo diretto, il trasporto aereo ha un effetto moltiplicatore significativo sull'economia perché favorisce la crescita del settore turistico, rendendo le destinazioni più accessibili, e alimentando così l'industria alberghiera, della ristorazione, dell'intrattenimento culturale e del divertimento oltre al commercio al dettaglio. Inoltre, tale settore, facilita il commercio internazionale, rendendo possibile il rapido trasferimento di beni ad alto valore aggiunto, come i prodotti tecnologici e farmaceutici, nonché di componenti critiche per le catene di produzione globali. Questo veloce interscambio, a sua volta, stimola l'innovazione e la produttività in vari settori industriali. Il contributo si estende alla maggiore attrattività di un paese per gli investimenti esteri e migliora la sua competitività internazionale. Una rete di trasporto efficiente e ben sviluppata è spesso un fattore

cruciale nella scelta di sedi aziendali da parte delle multinazionali, influenzando le decisioni di localizzazione di nuovi stabilimenti produttivi e centri di ricerca e di sviluppo. Inoltre, la connettività aerea è essenziale per attrarre eventi internazionali, conferenze e fiere, che portano ulteriori benefici economici e reputazionali, generando indotti monetari considerevoli. L'analisi di questi elementi evidenzia come il settore del trasporto aereo rappresenti un pilastro fondamentale per lo sviluppo economico di un paese. Il suo impatto si estende ben oltre il contributo diretto al PIL, influenzando positivamente una vasta gamma di settori e migliorando la posizione competitiva del paese a livello globale. Investire in infrastrutture e tecnologie aeronautiche e adottare politiche favorevoli al settore rappresenta, quindi, una strategia chiave per promuovere una crescita economica sostenibile<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>Graham A., *Managing airports: an international perspective*, op. cit., pp.204 e ss.

## Capitolo 3

# Business model delle società di gestione aeroportuale

### 3.1 Struttura delle società di gestione aeroportuale

Il business model aeroportuale è complesso e sfaccettato, caratterizzato da numerose fonti di ricavo e voci di costo. La gestione aeroportuale richiede una pianificazione accurata e previsioni di traffico precise per garantire la sostenibilità economica e l'efficienza operativa. Le società di gestione aeroportuale operano come concessionarie, utilizzando aree e infrastrutture aeroportuali di proprietà demaniale. Queste società sono responsabili della gestione e manutenzione delle infrastrutture aeroportuali, che comprendono piste di atterraggio, terminal, vie di rullaggio, aree di carico e scarico, e strutture accessorie. Gli investimenti necessari per queste attività sono significativi e devono essere ammortizzati nel periodo di concessione, che può variare da pochi anni a diverse decine di anni, a seconda dei termini contrattuali. Durante il periodo di concessione, le società di gestione devono assicurarsi che le infrastrutture siano mantenute e migliorate per soddisfare gli standard di sicurezza e di operatività. Questo impegno include non solo la manutenzione ordinaria e straordinaria delle piste e dei terminal, ma anche l'implementazione di nuove tecnologie per migliorare l'efficienza operativa e la sicurezza degli scali. L'adozione di sistemi avanzati di gestione del traffico aereo e di tecnologie per la sicurezza dei passeggeri, ad esempio, sono diventati elementi cruciali per la moderna gestione degli aeroporti. La gestione operativa quotidiana degli aeroporti richiede una coordinazione efficace delle operazioni di volo, la gestione del flusso di passeggeri e delle merci con scrupolosi controlli di sicurezza/doganali e la fornitura di servizi di assistenza a terra. Le società di

gestione devono garantire che tutte le operazioni si svolgano in modo efficiente e sicuro, minimizzando i tempi di attesa e migliorando l'esperienza complessiva dei passeggeri. La capacità di prevedere e gestire il traffico aereo è fondamentale per evitare congestioni e per ottimizzare l'utilizzo delle infrastrutture aeroportuali.

### **3.1.1 Previsioni di traffico**

Le previsioni del traffico sono fondamentali per una corretta gestione aeroportuale. Le società di gestione devono anticipare il volume di traffico passeggeri e merci in aeroporto, poiché queste previsioni influenzano in modo determinante la pianificazione delle risorse, la gestione operativa e gli investimenti nelle infrastrutture. Accurate previsioni di traffico consentono di ottimizzare la capacità dell'aeroporto, evitando sovraccarichi o inefficienze operative. Dal punto di vista operativo, le previsioni di traffico aiutano le società di gestione aeroportuale a pianificare in modo efficiente le risorse necessarie per gestire il flusso di passeggeri e merci. Questo include la gestione dei terminal, delle piste, delle aree di sosta degli aeromobili e dei servizi di assistenza a terra. Prevedere correttamente il numero di voli e il volume di passeggeri permette di allocare adeguatamente il personale e le attrezzature, migliorando così la qualità del servizio, riducendo i tempi di attesa e massimizzando l'operatività dello scalo. Le previsioni di traffico sono cruciali anche per determinare adeguati investimenti in infrastrutture aeroportuali. Un aumento previsto del traffico aereo potrebbe richiedere l'espansione dei terminal, la costruzione di nuove piste o l'aggiornamento delle strutture e strumentazione esistenti. Gli investimenti basati su previsioni accurate garantiscono che le infrastrutture aeroportuali possano soddisfare la domanda futura, evitando sia il sovraccarico delle strutture sia investimenti non necessari. A livello strategico, le previsioni di traffico sono essenziali per la pianificazione del budget e la predisposizione del business plan finanziario di una società di gestione aeroportuale. Queste previsioni permettono di stimare i ricavi futuri derivanti dalle tariffe aeroportuali e dalle attività commerciali, nonché di pianificare le spese operative e di capitale. Una previsione accurata consente di stabilire obiettivi finanziari realistici e di allocare le risorse in modo efficace per raggiungere tali obiettivi. Nel contesto del business plan finanziario, le previsioni di traffico forniscono una base per la valutazione delle performance economiche future e consentono di modellare diversi scenari di crescita, attraverso l'applicazione di varie analisi di sensitivities, e di valutare l'impatto di variazioni nel traffico aereo sui ricavi e sui costi. Questo panorama è di cruciale importanza per attrarre investitori e per negoziare finanziamenti, poiché dimostra la capacità della società di gestione aeroportuale di generare ricavi sostenibili nel lungo termine, e di rimborsare le varie linee di debito aperte per

finanziare la crescita dell'infrastruttura. Le previsioni di traffico, dunque, giocano un ruolo determinante per ogni aspetto della gestione aeroportuale, dall'operatività quotidiana, agli investimenti a lungo termine, alla pianificazione strategica. La capacità di produrre previsioni accurate e affidabili è una competenza fondamentale per il successo delle società di gestione aeroportuale<sup>1</sup>.

### 3.1.2 Tariffe aeroportuali

Le tariffe aeroportuali rappresentano una delle principali fonti di ricavo per le società di gestione aeroportuale. Queste tariffe sono essenziali per coprire i costi operativi, finanziare gli investimenti in infrastrutture e garantire la competitività del settore aereo. Le tariffe aeroportuali comprendono tre categorie principali: i diritti di approdo e partenza, i diritti di imbarco e sbarco, e i diritti di sosta. I diritti di approdo e partenza sono le tariffe pagate dalle compagnie aeree per l'uso delle piste e delle strutture aeroportuali durante le fasi di atterraggio e decollo. Queste tariffe sono calcolate in base al peso dell'aeromobile e al tipo di volo (nazionale o internazionale). Le compagnie aeree pagano questi diritti per garantire l'accesso alle infrastrutture aeroportuali necessarie per le operazioni di volo sicure ed efficienti. I diritti di imbarco e sbarco sono le tariffe addebitate per il transito dei passeggeri e delle merci attraverso l'aeroporto. Queste tariffe possono variare in base al tipo di passeggero (ad esempio, passeggeri in transito rispetto a quelli che iniziano o terminano il loro viaggio all'aeroporto) e alla classe di servizio. I diritti di imbarco e sbarco contribuiscono a finanziare i servizi offerti ai passeggeri, come la sicurezza, la gestione dei bagagli e le strutture del terminal. I diritti di sosta sono le tariffe pagate per il parcheggio degli aeromobili nelle aree designate dell'aeroporto. Queste tariffe sono generalmente basate sulla durata della sosta e sul tipo di aeromobile. Le tariffe di sosta incentivano un utilizzo efficiente delle aree di parcheggio, evitando che gli aeromobili occupino spazio inutilmente e garantendo la disponibilità di posti per altri voli. Le tariffe aeroportuali sono generalmente regolamentate da autorità nazionali o internazionali per garantire un equilibrio tra i costi operativi dell'aeroporto e la competitività delle compagnie aeree. In Italia, l'Autorità di Regolazione dei Trasporti (ART) svolge un ruolo cruciale nella determinazione e nella supervisione delle tariffe aeroportuali, assicurando che siano trasparenti, non discriminatorie e giustificate dai costi effettivi sostenuti dalle società di gestione. L'importanza della regolamentazione delle tariffe aeroportuali è sottolineata anche

---

<sup>1</sup>Assaeroporti, "Il Modello di Business degli Aeroporti", disponibile su: <https://www.assaeroporti.com/il-modello-di-business-degli-aeroporti>.

dalle direttive europee, come la Direttiva 2009/12/CE del Parlamento Europeo<sup>2</sup> e del Consiglio del 11 marzo 2009 sui diritti aeroportuali, che stabilisce principi comuni per la determinazione delle tariffe aeroportuali negli Stati membri dell'Unione Europea. Queste direttive mirano a garantire che le tariffe siano fissate in modo trasparente<sup>3</sup>. Le tariffe aeroportuali sono quindi uno strumento fondamentale per la sostenibilità economica degli aeroporti e per il loro sviluppo. Esse consentono di finanziare gli investimenti necessari per l'ammodernamento delle infrastrutture e l'introduzione di nuove tecnologie, migliorando così la qualità dei servizi offerti ai passeggeri e alle compagnie aeree. Inoltre, giocano un ruolo chiave nel mantenere la competitività del settore aereo, equilibrando la necessità di coprire i costi operativi con l'esigenza di mantenere tariffe accessibili per le compagnie aeree e i loro clienti.

### 3.1.3 Attività di subconcessione

Le attività di subconcessione rappresentano una componente cruciale del business model aeroportuale, contribuendo significativamente ai ricavi delle società di gestione. Oltre ai guadagni derivanti dalle tariffe aeroportuali, le subconcessioni permettono di sfruttare economicamente diverse aree e servizi all'interno degli aeroporti. Le concessioni commerciali riguardano l'affitto di spazi a negozi, ristoranti e altre attività commerciali situate nei terminal e nelle aree di transito. Questi spazi possono ospitare una vasta gamma di attività, dai duty-free ai negozi di moda, dai ristoranti ai bar, contribuendo a creare un ambiente attrattivo per i passeggeri e generando entrate stabili e prevedibili per le società di gestione. Secondo uno studio dell'ACI (Airports Council International), le concessioni commerciali rappresentano una delle principali fonti di ricavo non aeronautiche per gli aeroporti, con una crescita continua dovuta all'aumento del traffico passeggeri e alla diversificazione dell'offerta commerciale<sup>4</sup>.

I servizi di handling includono la gestione del carico e scarico dei bagagli e delle merci, nonché servizi aggiuntivi come il trasporto terrestre degli aeromobili, la pulizia interna ed esterna degli aeromobili e l'assistenza ai passeggeri con mobilità ridotta. Questi servizi sono spesso affidati a società terze specializzate che operano in regime di subconcessione. La gestione efficiente del handling è essenziale per garantire la fluidità delle operazioni aeroportuali e mantenere alti standard di servizio.

---

<sup>2</sup>ENAC, "Decreto Ministeriale 259/2014 - Aggiornamento dei diritti aeroportuali", disponibile su: [https://www.enac.gov.it/sites/default/files/allegati/2019-Gen/DM\\_259\\_2014-Aggiornamento\\_diritti.pdf](https://www.enac.gov.it/sites/default/files/allegati/2019-Gen/DM_259_2014-Aggiornamento_diritti.pdf).

<sup>3</sup>Direttiva 2009/12/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 marzo 2009 sui diritti aeroportuali, disponibile in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 70/11 del 14 marzo 2009.

<sup>4</sup>Airports Council International (ACI), "The Economic Impact of Airports", disponibile su: <https://aci.aero/about-aci/priorities/economics/>.

La gestione dei parcheggi rappresenta un'altra importante fonte di ricavo. Gli aeroporti offrono diverse tipologie di parcheggio per soddisfare le esigenze di passeggeri e dipendenti, inclusi parcheggi a breve e lungo termine, parcheggi coperti e scoperti, e servizi di valet parking. Secondo il report di ACI, i ricavi derivanti dai parcheggi rappresentano un importante ingresso monetario, lato non aviation, per gli aeroporti, con una crescente domanda di servizi di parcheggio premium e a valore aggiunto.

Inoltre, le subconcessioni per la pubblicità all'interno degli aeroporti costituiscono un ulteriore flusso di entrate. Gli spazi pubblicitari, che includono cartelloni, schermi digitali e spazi promozionali, sono affittati a società di marketing e pubblicità, contribuendo a diversificare ulteriormente le fonti di ricavo. Le attività di subconcessione non solo generano entrate, ma migliorano anche l'esperienza dei passeggeri, offrendo una gamma completa di servizi e comodità che rendono il tempo trascorso in aeroporto più piacevole e produttivo. La regolamentazione di queste attività è fondamentale per garantire trasparenza, concorrenza leale e qualità dei servizi offerti.

Questa panoramica del funzionamento del business model aeroportuale fornisce le basi per comprendere le fonti di ricavo e le voci di costo che queste società sostengono quotidianamente. Le società di gestione aeroportuale operano come concessionarie, utilizzando infrastrutture concesse dallo Stato e investendo significativamente per garantire il corretto funzionamento dei servizi aeroportuali. Le previsioni di traffico sono fondamentali per la pianificazione operativa e strategica, permettendo di ottimizzare le risorse e garantire la sostenibilità economica. Le tariffe aeroportuali, suddivise in diritti di approdo e partenza, diritti di imbarco e sbarco, e diritti di sosta, rappresentano una delle principali fonti di ricavo e sono generalmente regolamentate per bilanciare i costi operativi e mantenere la competitività delle compagnie aeree<sup>5</sup>. Le attività di subconcessione, come le concessioni commerciali, i servizi di handling e la gestione dei parcheggi, generano entrate significative, contribuendo a diversificare le fonti di ricavo e migliorando l'esperienza dei passeggeri. Inoltre, gli investimenti in sicurezza e tecnologia sono essenziali per garantire la sicurezza dei passeggeri e l'efficienza operativa, mentre la gestione ambientale mira a ridurre l'impatto ecologico delle operazioni aeroportuali attraverso infrastrutture ecocompatibili e programmi di sostenibilità, volti, principalmente, alla riduzione delle emissioni di Co2 delle infrastrutture ed alla riduzione dell'inquinamento acustico. Infine, la collaborazione con le compagnie aeree è cruciale per garantire un servizio di alta qualità e la soddisfazione dei passeggeri, permettendo di affrontare le sfide operative

---

<sup>5</sup>IATA (International Air Transport Association), "Airport Handling Manual", disponibile su: <https://www.iata.org/en/publications/store/airport-handling-manual/>.

e ottimizzare l'utilizzo delle infrastrutture.

## 3.2 Fonti di ricavo

Prima di entrare nel merito degli indicatori per la valutazione delle performance economico-finanziarie, è opportuno comprendere nello specifico le principali voci di ricavo della gestione aeroportuale. I ricavi di una società di gestione aeroportuale possono essere suddivisi principalmente in due categorie: Ricavi Aviation e Ricavi Non Aviation.

### 3.2.1 Ricavi Aviation

I Ricavi Aviation derivano direttamente dall'attività aerea, per i voli dei velivoli e il trasporto di passeggeri e merci. Le principali voci di ricavo in questa categoria includono<sup>6</sup> :

- **Tasse per i diritti di approdo, partenza, sosta e ricovero degli aeromobili:** queste tasse sono pagate dalle compagnie aeree per l'utilizzo delle piste di atterraggio e decollo, nonché per il parcheggio degli aeromobili nelle aree designate. Le tariffe sono solitamente calcolate in base al peso dell'aeromobile e alla durata della sosta.
- **Tasse di imbarco dei passeggeri:** queste sono le tasse pagate dai passeggeri per l'imbarco sui voli. Le tariffe possono variare in base alla classe del biglietto e alla destinazione (nazionale o internazionale).
- **Tasse di imbarco e sbarco della merce:** queste tasse sono addebitate per il carico e lo scarico delle merci. Esse sono cruciali per il finanziamento dei servizi di logistica e gestione del carico.
- **Compensi per le operazioni di controllo e sicurezza:** questi compensi coprono i costi dei controlli di sicurezza necessari per garantire la protezione dei passeggeri e del personale aeroportuale.
- **Corrispettivi per la concessione di spazi e infrastrutture aeroportuali utilizzate per i servizi di handling:** tali servizi includono la gestione dei

---

<sup>6</sup>Oum T. H., Yu C., Fu X., "A comparative analysis of productivity performance of the world's major airports: summary report of the ATRS global airport benchmarking research report—2002", *Journal of Air Transport Management*, 2003, n. 9, pp. 285-297.

bagagli, la fornitura di catering e altri servizi necessari per le operazioni di volo<sup>7</sup>.

- **Tasse per le operazioni di riduzione dell'inquinamento acustico:** queste tasse sono addebitate per finanziare le misure di mitigazione del rumore, migliorando la qualità della vita delle comunità circostanti l'aeroporto.

### 3.2.2 Ricavi Non Aviation

I ricavi Non Aviation provengono dalle attività commerciali all'interno del terminal e dalla concessione di spazi all'interno dell'aeroporto. Le voci di ricavo principali includono:

- **Concessioni e noleggi:** affitto di spazi commerciali a negozi, ristoranti e altre attività commerciali situate nei terminal e nelle aree di transito;
- **Ricavi da negozi, servizi di catering e ristorazione all'interno dell'aeroporto:** questi includono i profitti derivanti dalle vendite nei negozi duty-free, ristoranti, bar e altri punti di ristoro;
- **Ricavi derivanti dal parcheggio:** gli aeroporti offrono diverse opzioni di parcheggio, incluse aree per soste brevi e lunghe, che generano entrate significative;
- **Concessione a fornitori di carburante per i velivoli:** questa voce di ricavo proviene dalla concessione di spazi e infrastrutture a fornitori di carburante, che riforniscono gli aeromobili.

Recentemente, gli aeroporti hanno aumentato la loro dipendenza finanziaria dai ricavi Non Aviation, che rappresentano quasi il 50% dei ricavi totali. Tra le diverse attività commerciali, il settore del retail è particolarmente rilevante. La diversificazione delle attività commerciali all'interno dell'aeroporto contribuisce ad aumentare l'efficienza complessiva dell'aeroporto. I passeggeri percepiscono l'aeroporto come un luogo unico e speciale, e spesso effettuano acquisti per passare il tempo prima del volo e ridurre l'ansia del viaggio in aereo. Di conseguenza, le motivazioni per gli acquisti in aeroporto possono differire dalle normali pratiche di acquisto, seguendo una logica non sempre prevedibile.

---

<sup>7</sup>ICAO (International Civil Aviation Organization), disponibile su: <https://www.icao.int/Pages/default.aspx>.

### 3.2.3 Influenza di fattori economici sui ricavi

Il volume di traffico, come abbiamo detto, è un fattore cruciale che influenza direttamente i ricavi delle società di gestione aeroportuale. Un incremento del traffico aereo comporta un aumento delle entrate derivanti dalle tasse di approdo, partenza, imbarco e sbarco. Previsioni di traffico accurate sono quindi fondamentali per ottimizzare le risorse, pianificare gli investimenti e garantire una gestione efficiente. Un traffico maggiore non solo incrementa i ricavi aviation, ma stimola anche le entrate non aviation, grazie a un maggior afflusso di passeggeri che utilizzano i servizi commerciali all'interno dell'aeroporto. Le tariffe aeroportuali, determinate a livello nazionale e regolamentate dal governo, hanno un impatto significativo sui ricavi delle società di gestione aeroportuale. Le variazioni nelle tariffe possono influenzare la competitività delle compagnie aeree che operano negli aeroporti, e di conseguenza il volume di traffico. Un aumento delle tariffe, sebbene possa incrementare i ricavi a breve termine, potrebbe scoraggiare alcune compagnie aeree, riducendo il numero di voli e passeggeri a lungo termine. Pertanto, le società di gestione devono trovare un equilibrio tra la necessità di coprire i costi operativi e mantenere tariffe competitive per attrarre compagnie aeree e passeggeri. Le attività di subconcessione rappresentano un'importante fonte di ricavo per le società di gestione aeroportuale. La concessione di spazi commerciali, servizi di handling e parcheggi non solo genera entrate, ma contribuisce anche a migliorare l'esperienza dei passeggeri. Le entrate derivanti dalle attività di subconcessione sono meno volatili rispetto ai ricavi aviation e forniscono una base finanziaria stabile, particolarmente importante in periodi di fluttuazioni economiche o cali del traffico aereo. Il contesto economico globale e le politiche governative influenzano significativamente i ricavi delle società di gestione aeroportuale. Periodi di crescita economica favoriscono un aumento del traffico aereo, mentre le recessioni economiche possono portare a una diminuzione dei viaggi aerei. Le normative governative in materia di sicurezza, ambiente e tariffe aeroportuali possono imporre costi aggiuntivi o limitare la capacità delle società di gestione di aumentare i prezzi, influenzando così i margini di profitto<sup>8</sup>.

## 3.3 Principali voci di costo

La struttura dei costi di una società di gestione aeroportuale è complessa e può essere categorizzata in diversi modi. Solitamente, i costi vengono classificati per

---

<sup>8</sup> Airports Council International (ACI), "The Economic Impact of Airports", disponibile su: <https://aci.aero/about-aci/priorities/economics/>.

natura al fine di identificare la causa economica che li ha generati. Le principali voci di costo includono<sup>9</sup> :

- **Costi per servizi e godimento di beni di terzi:** questi costi si verificano quando viene utilizzato l'outsourcing, ad esempio con società di handling. Sono associati alla prestazione di servizi esterni o all'utilizzo di beni di terzi per il funzionamento dell'aeroporto. Questi costi possono includere:
  - **Servizi di handling:** esternalizzazione delle operazioni di carico e scarico bagagli, pulizia degli aeromobili e assistenza ai passeggeri.
  - **Manutenzione:** contratti con fornitori esterni per la manutenzione delle infrastrutture aeroportuali.
  - **Servizi di sicurezza:** contratti con società di sicurezza per garantire la protezione dell'aeroporto.
- **Costo del Lavoro:** il costo del lavoro include i salari, gli stipendi e tutti i costi relativi al personale impiegato nell'attività aeroportuale. Questo comprende:
  - **Personale operativo:** addetti alla sicurezza, al check-in, alla manutenzione e alla gestione generale dell'aeroporto.
  - **Personale amministrativo:** impiegati che si occupano della gestione finanziaria, delle risorse umane e delle operazioni aziendali.
- **Accantonamenti, ammortamenti e svalutazioni:** questi costi riguardano la previsione e la registrazione di riserve finanziarie per future spese, l'ammortamento dei beni durevoli e la riduzione del valore degli asset a lungo termine. In particolare:
  - **Ammortamenti:** riguardano la ripartizione del costo di beni strumentali e infrastrutture su più esercizi.
  - **Accantonamenti:** fondi stanziati per coprire future spese impreviste o manutenzioni straordinarie.
  - **Svalutazioni:** riduzione del valore degli asset a causa di usura, obsolescenza o perdita di valore di mercato.
- **Canoni di concessione:** i canoni di concessione rappresentano i pagamenti versati ai concedenti in cambio dell'uso delle infrastrutture aeroportuali in base ai contratti di concessione. Questi costi sono determinati dai termini del contratto di concessione e possono includere:

---

<sup>9</sup>Giannetti R., 2006, *L'analisi dei costi nelle società di gestione aeroportuale*, Giappichelli, pp. 50 e ss.

- **Canoni fissi:** pagamenti periodici predeterminati.
- **Canoni variabili:** basati sul volume di traffico o sui ricavi generati.
- **Costo del capitale:** il costo del capitale include il costo dell’acquisizione di fondi per finanziare le attività dell’aeroporto. Questo comprende:
  - **Interessi sui prestiti:** pagamenti effettuati per il servizio del debito contratto per finanziare infrastrutture e operazioni.
  - **Dividendi agli azionisti:** pagamenti effettuati agli investitori come ritorno sul capitale investito.
  - **Altri costi finanziari:** costi associati alla raccolta di capitale, come le commissioni di intermediazione finanziaria.

### 3.3.1 Influenza di fattori economici sui costi

L’inflazione e la variazione dei prezzi dei beni e servizi possono avere un impatto significativo sui costi operativi di un aeroporto. Un aumento dei costi dei materiali di costruzione, dell’energia o dei servizi esterni può incrementare le spese complessive, richiedendo un’attenta gestione e pianificazione. Un altro fattore che incide notevolmente sui ricavi sono le politiche regolatorie e ambientali. Tali normative governative e politiche ambientali possono influenzare i costi operativi attraverso la previsione di requisiti aggiuntivi di sicurezza, protezione ambientale e sostenibilità. Ad esempio, l’implementazione di tecnologie per ridurre le emissioni di carbonio o per migliorare l’efficienza energetica può comportare costi iniziali elevati, ma generare risparmi a lungo termine. Infine si pone in evidenza il ruolo cruciale dell’efficienza operativa, fondamentale per controllare i costi. Attraverso l’ottimizzazione delle risorse, la gestione efficace del personale e l’adozione di tecnologie avanzate, le società di gestione aeroportuale possono ridurre i costi operativi e migliorare la redditività. L’efficienza operativa include l’ottimizzazione delle operazioni di volo, la gestione del traffico aereo e l’efficienza energetica delle infrastrutture<sup>10</sup>.

## 3.4 Peculiarità del modello di business aeroportuale

Il modello di business aeroportuale è caratterizzato da peculiarità fondamentali per il funzionamento e lo sviluppo sostenibile degli aeroporti, tra cui ricordiamo gli in-

---

<sup>10</sup>Airports Council International (ACI), "The Economic Impact of Airports", disponibile su: <https://aci.aero/about-aci/priorities/economics/>.

vestimenti in sicurezza e tecnologia, la gestione ambientale e la collaborazione con le compagnie aeree. Gli investimenti in sicurezza e tecnologia sono essenziali per garantire la sicurezza dei passeggeri e migliorare l'efficienza operativa degli aeroporti. La sicurezza è una priorità assoluta nel settore aeroportuale e richiede continui investimenti in tecnologie avanzate come sistemi di controllo di sicurezza, sorveglianza e gestione del traffico aereo. L'adozione di sistemi di gestione del traffico aereo di ultima generazione consente una gestione più efficiente e sicura delle operazioni di volo, riducendo i ritardi e aumentando la capacità degli aeroporti. Tecnologie come i body scanner e i sistemi di controllo automatico dei bagagli migliorano la sicurezza e l'efficienza dei processi di controllo. La gestione ambientale è un altro aspetto cruciale del business model aeroportuale. Gli aeroporti sono tenuti a implementare iniziative per ridurre l'impatto ambientale delle loro operazioni. Questo include investimenti in infrastrutture ecocompatibili, come edifici a basso consumo energetico e sistemi di gestione dei rifiuti sostenibili. Inoltre, molti aeroporti stanno adottando programmi di sostenibilità che mirano a ridurre le emissioni di carbonio, promuovendo l'uso di energie rinnovabili e migliorando l'efficienza energetica. Alcuni aeroporti stanno installando pannelli solari sulle superfici di copertura dei terminal e implementando sistemi di riciclaggio avanzati dei rifiuti per ridurre e migliorarne lo smaltimento. Infine la collaborazione con le compagnie aeree è attività essenziale per garantire la qualità del servizio e la soddisfazione dei passeggeri. Gli aeroporti lavorano a stretto contatto con le compagnie aeree per coordinare le operazioni di volo, ottimizzare gli slot orari e migliorare l'esperienza e il benessere dei passeggeri. Questa collaborazione è fondamentale per affrontare le sfide operative e garantire che le esigenze delle compagnie aeree e dei passeggeri siano soddisfatte. Le partnership strategiche tra aeroporti e compagnie aeree possono portare a iniziative congiunte di marketing e promozione, migliorando la visibilità e l'attrattività degli aeroporti<sup>11</sup>

### **3.5 Legame tra business model e informazione finanziaria prospettica nella valutazione aziendale**

Il legame tra la creazione di un business model e l'uso dell'informazione finanziaria prospettica nella valutazione aziendale è intrinseco e fondamentale per diverse ragioni. Tale modello rappresenta la struttura e la strategia con cui un'azienda crea,

---

<sup>11</sup>Francis G., Humphreys I., Fry J., "The benchmarking of airport performance", *Journal of Air Transport Management*, 2002, n. 8, pp. 239-247.

distribuisce e cattura valore. Esso definisce come l'azienda intende generare ricavi, controllare i costi e ottenere profitti sostenibili. La validità e l'efficacia di un business model dipendono in gran parte dalla sua capacità di prevedere e affrontare le sfide future del mercato e di adattarsi alle dinamiche economiche. L'informazione finanziaria prospettica, che include previsioni di ricavi, costi, investimenti e flussi di cassa, è essenziale per valutare la fattibilità e la sostenibilità dei piani prospettici. Questa informazione permette, infatti, di valutare la sostenibilità finanziaria, aiutando a determinare se il modello di business può generare sufficienti ricavi per coprire i costi operativi, rimborsare le varie linee di debito, generare profitti e quindi distribuire dividendi. Questo è cruciale per attrarre investitori e ottenere finanziamenti. Le previsioni finanziarie supportano la pianificazione strategica, aiutando a identificare opportunità di crescita, allocare risorse in modo efficace e pianificare investimenti in nuove tecnologie o mercati. Inoltre, consentono di identificare potenziali rischi e scenari negativi, permettendo all'azienda di sviluppare strategie di mitigazione e piani di contingenza. Le proiezioni finanziarie forniscono benchmark per monitorare le performance aziendali rispetto agli obiettivi stabiliti, permettendo di effettuare aggiustamenti tempestivi e di migliorare continuamente il modello di business. Le informazioni prospettiche sono inoltre di fondamentale rilievo per comunicare con gli investitori, i creditori e altri stakeholder, dimostrando la potenziale redditività e la sostenibilità dei piani prospettici che vengono creati e presentati. Ulteriore rilievo delle previsioni finanziarie risiede nella loro applicazione in vari metodi di valutazione come il discounted cash flow (DCF), che calcola il valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi. Nel contesto della pandemia da Covid-19, l'informazione finanziaria prospettica ha assunto un ruolo ancora più rilevante per la valutazione della continuità aziendale e per il corretto svolgimento del processo di impairment test. L'incertezza e la volatilità dei mercati hanno costretto molte aziende a rivedere le proprie previsioni e pianificazioni economico-finanziarie, rendendo necessario l'uso di scenari multipli per rappresentare in modo accurato le prospettive future. Il processo di pianificazione e controllo è fondamentale per generare informazioni finanziarie prospettiche utili. Questo processo coinvolge una serie di attività, tra cui la definizione degli obiettivi strategici, la formulazione di piani operativi e l'allocazione delle risorse. La validità delle previsioni dipende dalla qualità dei dati utilizzati, dalla metodologia adottata e dalla capacità dell'azienda di adattarsi ai cambiamenti del contesto esterno<sup>12</sup>. Per tale motivo a supporto dei piani industriali, e dei vari modelli relativi a progetti di project finance, viene spesso allegato un assumption

---

<sup>12</sup>OIV, Discussion Paper n. 2/2021, *L'uso di informazione finanziaria prospettica nella valutazione d'azienda*, marzo 2021, disponibile su: <https://www.fondazioneoiv.it/discussion-papers/>.

book, documento essenziale che racchiude tutte le assunzioni effettuate dalle varie società in sede di redazione di tali documenti. L'informazione finanziaria prospettica include il budget, i piani pluriennali e le previsioni economiche. Questi strumenti permettono di valutare la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa sufficienti a sostenere le proprie operazioni e a remunerare gli investimenti. Le previsioni finanziarie sono particolarmente rilevanti in situazioni di crisi, come quella provocata dal Covid-19, poiché forniscono una base per prendere decisioni informate e per comunicare in modo trasparente con gli stakeholder. Il business model e l'informazione finanziaria prospettica sono strettamente interconnessi. Un business model ben definito e sostenibile richiede previsioni finanziarie accurate e realistiche, mentre l'informazione finanziaria prospettica deve essere basata su una comprensione chiara e dettagliata del modello di business dell'azienda. Questa sinergia è essenziale per garantire la crescita e la sostenibilità a lungo termine dell'azienda. Tutti i metodi di valutazione aziendale prendono in considerazione i dati prospettici. La valutazione di un'azienda si basa infatti non solo sui dati storici, ma soprattutto sulle proiezioni future di ricavi, costi e flussi di cassa. Queste proiezioni sono fondamentali per determinare il valore attuale di un'impresa e per stimare la sua capacità di generare valore nel tempo. L'informazione finanziaria prospettica, dunque, rappresenta un elemento cruciale nei processi di valutazione aziendale, fornendo una base solida per l'analisi e la previsione delle performance future<sup>13</sup>.

---

<sup>13</sup>Bini M., Visciano N., "Informazione finanziaria prospettica nella valutazione aziendale".

## Capitolo 4

# Il Partenariato Pubblico-Privato (PPP) nelle concessioni aeroportuali

### 4.1 Definizione e ruolo del PPP nel settore aeroportuale

Il Partenariato Pubblico-Privato (PPP) rappresenta una forma di cooperazione tra il settore pubblico e quello privato per la realizzazione e gestione di opere e servizi di interesse pubblico, dove parte del rischio operativo è trasferito al partner privato. Questo modello consente di migliorare l'efficienza e incentivare l'innovazione, particolarmente rilevante nel settore aeroportuale. Le concessioni, una specifica forma di PPP, sono contratti attraverso i quali un ente pubblico affida a un operatore privato la gestione di un'opera o servizio pubblico, come nel caso delle infrastrutture aeroportuali. Le società di gestione aeroportuale, operando come concessionarie, utilizzano le infrastrutture aeroportuali concesse dallo Stato e investono significativamente per garantire il corretto funzionamento dei servizi aeroportuali. Questo modello di gestione prevede che il concessionario si occupi della manutenzione, dell'eventuale ampliamento delle infrastrutture e della gestione economica complessiva dell'aeroporto, assumendo i rischi operativi connessi. Il PPP, nel contesto aeroportuale, permette di ottimizzare l'utilizzo delle risorse pubbliche e private, garantendo al tempo stesso l'erogazione di servizi essenziali per la collettività<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>"Partenariato Pubblico-Privato e Finanza di Progetto", Dipartimento per la Programmazione e il Coordinamento della Politica Economica (DIPE), disponibile su: <https://www.programmazioneeconomica.gov.it/it/il-dipe-in-tema-di-partenariato-pubblico-privato/partenariato-pubblico-privato/partenariato-pubblico-privato-e-finanza-di-progetto/>.

## 4.2 La disciplina delle concessioni secondo il D.Lgs. n. 36/2023

Il D.Lgs. n. 36/2023, recante il nuovo Codice dei contratti pubblici, ha apportato significative innovazioni nella disciplina del partenariato pubblico-privato e delle concessioni. Una delle novità più rilevanti riguarda la ridefinizione del concetto di PPP, che include anche l'accordo concessorio<sup>2</sup>. L'art. 174 del D.Lgs. n. 36/2023 definisce il partenariato pubblico-privato come un'operazione economica complessa, caratterizzata da un rapporto contrattuale di lungo periodo tra un ente concedente e uno o più operatori economici privati, finalizzata al raggiungimento di un risultato di interesse pubblico. Il progetto è finanziato in misura significativa da risorse reperite dalla parte privata, che assume anche il rischio operativo. La parte privata realizza e gestisce il progetto, mentre la parte pubblica definisce e verifica gli obiettivi<sup>3</sup>. Il rischio connesso alla realizzazione dei lavori o alla gestione dei servizi è allocato al soggetto privato, consentendo una chiara distribuzione dei rischi e delle responsabilità. Le concessioni, come forma specifica di PPP, sono regolamentate nel contesto del nuovo Codice, che ne standardizza e chiarifica le modalità di collaborazione tra pubblico e privato. Questo quadro normativo mira a creare condizioni più attrattive per gli investimenti privati, promuovendo un'efficiente allocazione del rischio e garantendo una maggiore trasparenza nelle operazioni di gestione delle infrastrutture pubbliche, comprese quelle aeroportuali.

## 4.3 Tipologie di accordi di concessione

Nel contesto aeroportuale, le concessioni possono essere suddivise in diverse tipologie di accordi, ciascuno con caratteristiche specifiche in termini di responsabilità e gestione operativa. Le principali tipologie di concessione includono:

- **Gestione totale:** la società concessionaria è responsabile dell'amministrazione completa dell'intera struttura aeroportuale e della fornitura dei servizi correlati. Questo include la realizzazione di lavori, la manutenzione delle infrastrutture e la fornitura di tutti i servizi aeroportuali. In cambio, la concessionaria percepisce la totalità dei diritti aeroportuali e sostiene tutte le spese necessarie.

---

<sup>2</sup>Italia, Decreto Legislativo 31 marzo 2023, n. 36, "Codice dei contratti pubblici", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale, n. 77 del 31 marzo 2023.

<sup>3</sup>Italia, Decreto Legislativo 31 marzo 2023, n. 36, "Articolo 174 - Partenariato pubblico-privato", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale, n. 77 del 31 marzo 2023.

- **Gestione parziale:** in questa modalità, la società concessionaria gestisce solo una parte dell'aeroporto, tipicamente le aerostazioni passeggeri e merci, mentre le aree aeroportuali rimangono sotto il controllo dello Stato.
- **Gestione parziale precaria:** si tratta di un affidamento temporaneo, in cui la concessionaria gestisce determinati aspetti dell'aeroporto per un periodo limitato, con proventi derivanti dalle attività commerciali dell'aerostazione passeggeri.
- **Gestione diretta:** in questo modello, l'intera attività di gestione aeroportuale è svolta dallo Stato, senza l'intervento di un concessionario privato.

Queste diverse tipologie di concessione sono strutturate per adattarsi alle specifiche esigenze operative e strategiche degli aeroporti, permettendo una gestione flessibile e mirata delle infrastrutture aeroportuali.

## 4.4 Implicazioni economico-finanziarie del PPP

Le implicazioni economico-finanziarie del Partenariato Pubblico-Privato nelle concessioni aeroportuali sono significative. Le società concessionarie, che operano sotto il regime di PPP, sono tenute a effettuare investimenti consistenti per mantenere e migliorare le infrastrutture aeroportuali. Questi investimenti devono essere ammortizzati nel corso del periodo di concessione, richiedendo una gestione attenta e lungimirante delle risorse finanziarie. Il nuovo Codice dei contratti pubblici distingue le concessioni in tre categorie principali:

- **Opere calde:** generano reddito attraverso ricavi di utenza sufficienti a coprire i costi di investimento e remunerare il capitale.
- **Opere tiepide:** generano reddito, ma richiedono un contributo pubblico per coprire interamente i costi di investimento.
- **Opere fredde:** non generano ricavi di utenza, e il concessionario è remunerato direttamente dalla Pubblica Amministrazione.

Questa distinzione sottolinea l'importanza della sostenibilità economico-finanziaria delle concessioni, dove il rischio operativo è trasferito in larga misura al concessionario. Una gestione efficiente di questo rischio è fondamentale per garantire la redditività dell'investimento e la continuità dei servizi aeroportuali. In sintesi, il modello di PPP applicato alle concessioni aeroportuali rappresenta un equilibrio delicato tra

pubblico e privato, mirato a garantire l'efficienza, la sostenibilità e la qualità dei servizi offerti, attraverso una gestione attenta delle implicazioni economico-finanziarie e un'allocazione ottimale dei rischi tra le parti coinvolte<sup>4</sup> .

---

<sup>4</sup>Autorità Nazionale Anticorruzione (ANAC), ANAC aggiorna le linee guida", disponibile su: [partenariato-pubblico-privato-anac-aggiorna-le-linee-guida](https://www.anticorruzione.it/-/partenariato-pubblico-privato-anac-aggiorna-le-linee-guida).

"Partenariato Pubblico-Privato: <https://www.anticorruzione.it/-/>

# Capitolo 5

## Metodologie di Valutazione Aziendale

### 5.1 Introduzione alle Metodologie di Valutazione

La valutazione aziendale è un elemento centrale della corporate finance, fondamentale per determinare il valore economico di un'impresa. Questo processo è essenziale per una vasta gamma di situazioni, dalla pianificazione strategica alle operazioni di fusione e acquisizione, fino alla determinazione del valore di mercato per una quotazione in borsa o altre transazioni finanziarie. Le metodologie di valutazione possono essere suddivise principalmente in due categorie: metodi diretti e metodi indiretti, ciascuno con caratteristiche specifiche e applicazioni diverse.

#### 5.1.1 Metodi Diretti

I metodi diretti, come il metodo patrimoniale e quello comparativo, si concentrano sulla valutazione del patrimonio netto dell'azienda o sul confronto con imprese simili presenti sul mercato. Questi metodi sono relativamente semplici da applicare e comprendere, poiché si basano su dati concreti e osservabili, come i valori contabili o i prezzi di mercato di aziende comparabili. Tuttavia, i metodi diretti presentano limitazioni significative, in quanto spesso non considerano appieno la capacità dell'azienda di generare profitti futuri. Ad esempio, il metodo patrimoniale può sottovalutare il valore di aziende con forti prospettive di crescita, mentre il metodo comparativo può essere influenzato da fattori esterni al controllo dell'azienda, come le condizioni di mercato temporanee o la volatilità dei prezzi delle azioni.

### 5.1.2 Metodi Indiretti

I metodi indiretti, invece, si focalizzano sull'analisi della capacità dell'azienda di generare flussi di cassa futuri, attualizzati al presente. Tra questi, il Discounted Cash Flow (DCF) è il più noto e ampiamente utilizzato, seguito dal Dividend Discount Model (DDM) e da altri approcci che utilizzano il reddito o i flussi di cassa come base per la valutazione. Questi metodi, sebbene più complessi rispetto ai metodi diretti, offrono una visione più accurata del valore economico reale dell'azienda, poiché incorporano le aspettative sui flussi finanziari futuri e i rischi associati.

Un elemento cruciale nella valutazione aziendale mediante metodi indiretti è l'attualizzazione dei flussi di cassa futuri. Questo processo permette di confrontare valori monetari riferiti a momenti diversi nel tempo, rendendo possibile una stima accurata del valore attuale dell'azienda. L'attualizzazione è strettamente legata al tasso di sconto, che riflette il costo del capitale e il rischio specifico dell'azienda. Pertanto, la scelta del tasso di sconto appropriato è fondamentale per ottenere una valutazione aziendale più accurata. In sintesi, le metodologie di valutazione aziendale rappresentano strumenti essenziali per chi desidera comprendere il valore di un'impresa in termini economici. Mentre i metodi diretti possono essere utili per stime rapide e superficiali, i metodi indiretti offrono un'analisi più approfondita, basata sulle prospettive future dell'azienda, risultando quindi preferibili per valutazioni strategiche e meticolose.

## 5.2 Principi Fondamentali dei Metodi Indiretti Basati sui Flussi di Cassa

### 5.2.1 Importanza dei Flussi di Cassa nella Valutazione Aziendale

I flussi di cassa sono un aspetto centrale nella valutazione aziendale, poiché rappresentano un indicatore chiave della salute finanziaria di un'azienda e della sua capacità di generare valore nel tempo. A differenza del reddito netto o del patrimonio, che forniscono una visione statica della situazione economica, i flussi di cassa offrono una misura più dinamica e reale delle risorse finanziarie che l'azienda è in grado di produrre e mantenere. Ci sono diversi motivi per cui i flussi di cassa sono cruciali:

- **Misurazione della Liquidità:** I flussi di cassa riflettono la capacità dell'azienda di generare liquidità sufficiente a sostenere le operazioni quotidiane,

finanziare investimenti futuri e distribuire dividendi. Una gestione efficiente della liquidità è spesso indicativa di una solida posizione finanziaria.

- **Valutazione del Rischio:** Attraverso i flussi di cassa, è possibile valutare il rischio operativo e finanziario dell'azienda. Flussi di cassa stabili e prevedibili indicano una maggiore sicurezza per gli investitori, mentre flussi volatili segnalano potenziali problemi e un rischio maggiore.
- **Attualizzazione e Valore Attuale Netto (VAN):** L'attualizzazione dei flussi di cassa permette di riportare i valori futuri al presente, considerando il tempo e il rischio. Questo processo consente di ottenere il valore attuale netto dell'azienda, che rappresenta il valore presente dei flussi di cassa futuri meno gli investimenti iniziali.
- **Decisioni di Investimento:** L'analisi dei flussi di cassa è uno strumento cruciale nelle decisioni di investimento, sia per gli investitori esterni che per l'azienda stessa. La capacità di generare flussi di cassa sostenibili è spesso il principale indicatore di un investimento redditizio e sicuro.

L'importanza dei flussi di cassa risiede nel loro impiego per l'applicazione dei metodi indiretti come il Discounted Cash Flow. Essi offrono una visione integrata e prospettica della performance aziendale, permettendo di stimare con maggiore esattezza il valore economico di un'impresa, considerando le opportunità di crescita ed i vari rischi associati all'azienda oggetto di valutazione.

## 5.2.2 Capitalizzazione Composta e Legge del Montante

La capitalizzazione composta è uno dei concetti matematici più fondamentali e applicati in corporate finance, particolarmente rilevante per le metodologie di valutazione basate sui flussi di cassa. Questo principio descrive il processo attraverso il quale un capitale iniziale cresce nel tempo grazie al reinvestimento degli interessi maturati. Gli interessi generati in ciascun periodo non vengono prelevati, ma reinvestiti, producendo così ulteriori interessi nei periodi successivi. Questo effetto, noto come interesse composto, porta a una crescita esponenziale del capitale investito, che è alla base di molte delle formule finanziarie utilizzate per stimare il valore futuro o attuale di un investimento. La capitalizzazione composta è essenziale nella finanza moderna. Come illustrato da Bodie, Kane, e Marcus (2019), questo principio è cruciale per comprendere l'accumulo di capitale nel tempo, specialmente in contesti di investimento a lungo termine, dove gli effetti del reinvestimento degli interessi di-

ventano particolarmente significativi<sup>1</sup>. Ad esempio, in scenari di investimento che si estendono su più decenni, la differenza tra l'interesse semplice e quello composto può risultare estremamente rilevante, con un impatto sostanziale sul valore finale dell'investimento. Ross, Westerfield, e Jaffe (2016) rafforzano questa visione, evidenziando che la capitalizzazione composta è fondamentale nel calcolo di metriche critiche come il valore attuale netto (VAN) e l'Internal Rate of Return (IRR), due strumenti indispensabili per la valutazione di progetti di investimento<sup>2</sup>. In termini pratici, la formula della capitalizzazione composta, che consente di calcolare il valore futuro di un investimento tenendo conto del reinvestimento degli interessi, è utilizzata non solo in finanza aziendale, ma anche nella valutazione di obbligazioni, fondi pensione e altre attività finanziarie. La capitalizzazione composta gioca un ruolo chiave nella determinazione del costo del capitale e nella gestione delle decisioni di investimento aziendale, rendendola un concetto centrale nelle operazioni finanziarie aziendali. La Legge del Montante è un'applicazione diretta della capitalizzazione composta, che permette di determinare il valore futuro di un capitale iniziale  $C_0$ , investito oggi, dopo  $n$  periodi a un tasso di interesse  $i$ . La formula che governa questa legge è espressa come:

$$C_n = C_0 \times (1 + i)^n$$

Dove:

- $C_n$  rappresenta il valore del capitale dopo  $n$  periodi.
- $C_0$  è il capitale iniziale.
- $i$  è il tasso di interesse per periodo.
- $n$  è il numero di periodi.

Questa legge è essenziale per calcolare quanto un investimento crescerà nel tempo, assumendo che gli interessi maturati vengano reinvestiti piuttosto che ritirati. Questo concetto è particolarmente rilevante in termini di valutazione aziendale, dove è necessario proiettare il valore futuro dei flussi di cassa o degli investimenti, stimando quanto un capitale investito oggi potrebbe valere in futuro, a seconda del tasso di rendimento previsto. Immaginiamo che un'azienda decida di investire 1 milione di euro in un progetto a lungo termine. Questo progetto prevede un tasso di rendimento annuale del 5 per cento. Per comprendere quanto varrà questo investimento dopo 5

<sup>1</sup>Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. (2019). *Investments* (11th ed.). McGraw-Hill Education.

<sup>2</sup>Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. (2016). *Corporate Finance* (11th ed.). McGraw-Hill Education.

anni, possiamo applicare la Legge del Montante, che considera l'effetto dell'interesse composto. Utilizzando la formula:

$$C_n = C_0 \times (1 + i)^n$$

Dove:

- $C_0 = 1.000.000$  euro (capitale iniziale),
- $i = 0,05$  (tasso di interesse annuale del 5%),
- $n = 5$  (anni).

calcoliamo il valore futuro dell'investimento:

$$C_5 = 1.000.000 \times (1 + 0,05)^5 = 1.000.000 \times (1,27628) = 1.276.281 \text{ euro}$$

Dopo 5 anni, l'investimento iniziale di 1 milione di euro avrà generato un valore totale di circa 1.276.281 euro. Questo risultato mostra come l'effetto dell'interesse composto permetta all'investimento di crescere significativamente nel tempo. Questo tipo di calcolo è cruciale per le decisioni strategiche aziendali, poiché consente di stimare la crescita potenziale degli investimenti e di valutare se il progetto offre un ritorno sufficiente per giustificare l'impiego di capitali. Ad esempio, se un'altra opportunità di investimento offre un rendimento più elevato o un profilo di rischio inferiore, l'azienda potrebbe riconsiderare la propria allocazione di risorse<sup>3</sup>.

### 5.2.3 Legge del Valore Attuale

La Legge del Valore Attuale è l'inverso della Legge del Montante, consentendo di determinare il valore presente di una somma di denaro che sarà ricevuta in futuro. Questo concetto è essenziale nella valutazione aziendale, poiché permette di attualizzare i flussi di cassa futuri, considerando il tempo e il rischio associato. La formula che esprime la Legge del Valore Attuale è:

$$C_0 = \frac{C_n}{(1 + i)^n}$$

oppure:

$$C_0 = C_n \times v^n$$

---

<sup>3</sup>Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.

Dove:

- $C_0$  rappresenta il valore attuale del capitale,
- $C_n$  è il valore futuro del capitale disponibile tra  $n$  periodi,
- $i$  è il tasso di attualizzazione, che rispecchia il rendimento richiesto o il costo del capitale,
- $v = \frac{1}{1+i}$  è il coefficiente di attualizzazione,
- $n$  indica il numero di periodi.

Tale legge è fondamentale per stimare il valore odierno dei flussi di cassa futuri che un'azienda si aspetta di generare. L'attualizzazione, infatti, permette di calcolare quanto valgano oggi questi flussi futuri, tenendo conto che un euro disponibile oggi è più prezioso di uno disponibile in futuro, a causa del potenziale rendimento che può essere ottenuto se investito. Nel contesto della valutazione aziendale, la Legge del Valore Attuale è applicata in metodi come il Discounted Cash Flow (DCF), per determinare il valore economico di un'azienda. Attraverso l'attualizzazione, i flussi di cassa futuri vengono riportati al loro valore presente, utilizzando un tasso di sconto che riflette il rischio e il costo del capitale dell'azienda<sup>4</sup>.

#### 5.2.4 Attualizzazione e Trasferimento Temporale del Capitale

Dopo aver compreso i principi della Legge del Montante e della Legge del Valore Attuale, che rappresentano rispettivamente il calcolo del valore futuro e del valore presente di un capitale, è fondamentale esplorare più approfonditamente i concetti di attualizzazione e trasferimento temporale del capitale. Questi concetti sono centrali nella valutazione aziendale, poiché permettono di trasformare flussi di cassa futuri in valori attuali, consentendo una valutazione precisa e coerente del capitale economico di un'azienda. Il trasferimento temporale del capitale si riferisce alla capacità di calcolare e confrontare il valore di capitali in tempi diversi, tenendo conto del fattore temporale e del rischio. Questo concetto è ampiamente utilizzato nei processi di valutazione che si basano su previsioni di lungo termine, dove i flussi di cassa futuri possono essere soggetti a variazioni significative. Il principio di attualizzazione, combinato con il trasferimento temporale del capitale, permette di determinare il valore attuale netto (VAN) di un'azienda, che è una delle misure più utilizzate per

---

<sup>4</sup>Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. (2016). *Corporate Finance* (11th ed.). McGraw-Hill Education, Capitolo 7.

valutare la redditività e il valore di progetti di investimento. La legge del Valore Attuale consente di riportare i flussi di cassa futuri al presente con un tasso di sconto che riflette il rischio specifico dell'azienda e il rendimento richiesto dagli investitori. Questo tasso di sconto, che può essere determinato utilizzando modelli come il Capital Asset Pricing Model (CAPM), rappresenta il rendimento atteso da un investitore per compensare il rischio assunto. Di conseguenza, una corretta determinazione del tasso di sconto è essenziale per ottenere una valutazione realistica e accurata del valore attuale dei flussi di cassa. In sintesi, l'attualizzazione e il trasferimento temporale del capitale non solo rendono possibile la comparazione tra flussi di cassa in momenti diversi, ma forniscono anche una base solida per prendere decisioni informate riguardo agli investimenti e alla gestione del capitale aziendale. Questi concetti, supportati dalle leggi della capitalizzazione composta, rappresentano i pilastri su cui si fonda gran parte della moderna finanza aziendale e delle metodologie di valutazione utilizzate per stimare il valore di un'impresa.

## **5.3 Metodologie Redditali**

### **5.3.1 Introduzione ai Metodi Redditali**

I metodi redditali costituiscono una delle metodologie più tradizionali e largamente utilizzate per la valutazione aziendale, basandosi sull'assunto che il valore di un'impresa derivi dalla sua capacità di generare reddito nel tempo. Questi metodi si focalizzano sulla stima dei redditi futuri attesi, che vengono successivamente attualizzati per ottenere il valore presente di tali flussi redditali. L'idea centrale è che un'azienda ha valore nella misura in cui è capace di generare reddito sostenibile nel futuro. Il processo di valutazione reddituale si fonda sull'attualizzazione dei redditi futuri attesi, utilizzando un tasso di sconto che riflette il rischio associato a tali flussi. Questo metodo è applicabile a una vasta gamma di contesti aziendali, soprattutto per imprese con una storia consolidata di profitti e in settori stabili, dove è possibile stimare con una certa precisione il reddito medio prospettico. Nonostante la loro diffusione, i metodi redditali presentano alcune limitazioni, in particolare quando si tratta di aziende in settori volatili o in rapida crescita, dove le previsioni di reddito possono essere più difficili da stimare. Tuttavia, per le imprese con una storia di profitti regolare, questi metodi offrono un approccio robusto e pratico per la valutazione del valore aziendale. .

### 5.3.2 Calcolo del Reddito Medio Prospettico

Il calcolo del reddito medio prospettico rappresenta una fase cruciale nei metodi reddituali, poiché costituisce la base su cui si fonda l'intera valutazione dell'azienda. Questo reddito medio è una stima del reddito futuro che l'azienda può generare, depurata dagli effetti di eventi straordinari o non ricorrenti, e normalizzata per riflettere la capacità reddituale intrinseca dell'impresa. Per calcolare il reddito medio prospettico, si parte generalmente dall'analisi dei redditi storici dell'azienda. Tuttavia, non tutti i redditi passati sono necessariamente rappresentativi del potenziale futuro dell'impresa. Pertanto, è fondamentale normalizzare i dati, eliminando gli effetti di eventi straordinari, fluttuazioni temporanee del mercato o altre distorsioni che potrebbero falsare la reale capacità reddituale dell'azienda. Una volta ottenuti i dati normalizzati, si procede al calcolo della media, che può essere eseguito in vari modi. Alcuni approcci utilizzano una media semplice dei redditi normalizzati degli ultimi anni, mentre altri preferiscono una media ponderata, attribuendo un peso maggiore ai redditi più recenti, ritenuti più rappresentativi delle performance future dell'azienda. Il risultato finale di questo processo è una stima attendibile del reddito medio prospettico, che rappresenta il reddito che l'azienda può generare in condizioni normali di mercato. Questo valore serve poi come base per l'attualizzazione, utilizzando un tasso di sconto appropriato, al fine di determinare il valore presente dell'azienda. Il calcolo accurato del reddito medio prospettico è essenziale per evitare errori di valutazione che potrebbero portare a una stima distorta del valore dell'impresa, compromettendo l'affidabilità dell'intero processo di valutazione aziendale<sup>5</sup>

### 5.3.3 Normalizzazione dei Redditi

La normalizzazione dei redditi è un passaggio fondamentale nei metodi reddituali, poiché consente di ottenere una rappresentazione realistica e sostenibile dei profitti futuri di un'azienda. Questo processo prevede l'eliminazione dalle stime dei redditi di tutte le componenti straordinarie, non ricorrenti o non direttamente legate all'attività ordinaria dell'impresa, al fine di riflettere unicamente la capacità reddituale normale e continuativa dell'azienda. La normalizzazione si concentra sulla rimozione di eventi eccezionali o una tantum, come guadagni o perdite derivanti dalla vendita di asset, costi o ricavi straordinari, o impatti temporanei derivanti da fluttuazioni

---

<sup>5</sup>Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.

esterne. L'obiettivo è ottenere una base di reddito che sia il più rappresentativa possibile della performance futura dell'azienda in condizioni operative normali<sup>6</sup>

. Il processo di normalizzazione richiede un'approfondita comprensione delle dinamiche aziendali e del contesto di mercato in cui l'azienda opera. Gli analisti devono considerare vari fattori, tra cui:

- **Volatilità dei ricavi:** Nei settori con cicli economici marcati, può essere necessario considerare una media pluriennale dei redditi per evitare distorsioni derivanti da anni particolarmente positivi o negativi.
- **Eventi una tantum:** Elementi non ricorrenti, come guadagni da disinvestimenti o costi di ristrutturazione, devono essere identificati e rimossi per evitare che influenzino le proiezioni di reddito future.
- **Modifiche strutturali:** Se l'azienda ha recentemente cambiato modello di business, introdotto nuovi prodotti o subito ristrutturazioni significative, i redditi storici potrebbero non essere più rappresentativi, richiedendo aggiustamenti basati su nuove previsioni.

Attraverso la normalizzazione, si ottiene una stima del reddito che riflette meglio la capacità operativa dell'azienda nel lungo termine. Questo reddito normalizzato diventa quindi il punto di partenza per la previsione dei redditi futuri, fase successiva nei metodi reddituali.

### 5.3.4 Previsione dei Redditi Futuri

La previsione dei redditi futuri è la fase centrale dei metodi reddituali, poiché determina i flussi di reddito che verranno attualizzati per calcolare il valore dell'azienda. Questa fase è particolarmente critica, poiché la precisione delle previsioni influisce direttamente sulla validità della valutazione. Esistono diversi approcci per prevedere i redditi futuri, ognuno con i propri punti di forza e debolezze:

- **Media dei Redditi Storici Normalizzati:** Si basa sull'assunto che i redditi futuri saranno simili a quelli passati, normalizzati per riflettere le condizioni operative ordinarie. È utile per aziende con performance stabili, ma meno adatto in contesti di rapida crescita o declino, dove le condizioni future possono differire significativamente dal passato.

---

<sup>6</sup>Copeland, T., Koller, T., & Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.). Wiley.

- **Estrapolazione Statistica:** Utilizza modelli matematici come la regressione lineare o i modelli ARIMA per proiettare i redditi futuri basandosi su tendenze storiche. Questo metodo, più sofisticato della semplice media storica, richiede competenze statistiche avanzate ed è vulnerabile a cambiamenti improvvisi nelle dinamiche di mercato.
- **Metodo del Budget:** Si fonda su previsioni interne dettagliate dell'azienda, suddivise per divisioni, prodotti o mercati. Utilizza budget e piani aziendali come base per stimare i redditi futuri, ma richiede una valutazione critica della realizzabilità di tali piani per evitare eccessivo ottimismo.
- **Metodo dell'Innovazione:** Applicato soprattutto in settori ad alta innovazione, prevede i redditi futuri in base all'introduzione di nuovi prodotti o tecnologie. Questo approccio, pur essendo speculativo, richiede una profonda comprensione delle dinamiche di innovazione e dei rischi associati.

In tutti questi metodi, è fondamentale combinare competenze analitiche, comprensione del mercato e capacità di identificare e quantificare i principali fattori di rischio. Le previsioni devono essere realistiche e basate su dati solidi, poiché eventuali errori influenzeranno direttamente il valore finale stimato dell'azienda. In sintesi, il processo di valutazione aziendale attraverso i metodi reddituali richiede un'attenzione meticolosa sia nella fase di normalizzazione dei redditi passati, sia nella previsione dei redditi futuri. La normalizzazione garantisce che le proiezioni siano basate su dati realistici e rappresentativi, mentre la previsione dei redditi futuri determina il valore dell'azienda attualizzando questi redditi. L'utilizzo di diversi approcci nella previsione permette di adattare la valutazione alle specifiche circostanze aziendali, bilanciando semplicità e accuratezza. La combinazione di questi strumenti, unitamente a un'attenta valutazione dei rischi, è essenziale per arrivare a una stima del valore aziendale che sia affidabile e utile per decisioni strategiche<sup>7</sup>

### 5.3.5 Metodo Reddituale Puro

Il metodo reddituale puro è uno dei metodi semplificati più utilizzati nella pratica. Questo approccio si basa sull'attualizzazione di un reddito medio prospettico con un tasso di capitalizzazione costante. L'assunzione di base è che l'azienda sia in grado di generare un flusso di reddito stabile e perpetuo nel tempo. La formula che esprime il valore del capitale economico in questo metodo è:

---

<sup>7</sup>Petersen, C. V., & Plenborg, T. (2012). *Financial Statement Analysis: Valuation, Credit Analysis, Executive Compensation* (1st ed.). Pearson.

$$W = \frac{R}{i}$$

Dove:

- $W$  è il valore del capitale economico.
- $R$  è il reddito medio prospettico, considerato stabile nel tempo.
- $i$  è il tasso di capitalizzazione, che riflette il rendimento richiesto dagli investitori per il rischio associato all'investimento nell'azienda.

L'attrattiva del metodo reddituale puro risiede nella sua semplicità: è facile da calcolare e richiede un numero limitato di assunzioni. Tuttavia, questo metodo presenta anche delle limitazioni, soprattutto in contesti in cui i redditi dell'azienda non sono stabili o sono soggetti a significative variazioni cicliche. Inoltre, la determinazione del tasso di capitalizzazione può essere soggettiva e influenzata da molteplici fattori, come le condizioni macroeconomiche, la percezione del rischio e le aspettative di inflazione. Secondo Damodaran (2002), il metodo reddituale puro è particolarmente utile in contesti dove le aziende operano in settori con margini di profitto relativamente stabili e dove le previsioni di lungo periodo sono difficili da effettuare. È spesso applicato in aziende mature con una base di clienti consolidata e flussi di reddito prevedibili.

### 5.3.6 Metodi Redditali Articolati

I metodi redditali articolati rappresentano un'evoluzione del metodo reddituale puro, introducendo maggiore flessibilità e precisione nella valutazione. Questi metodi dividono l'orizzonte temporale in due periodi distinti: un primo periodo, di durata limitata, in cui si analizzano dettagliatamente i flussi di reddito attesi anno per anno, e un secondo periodo, indefinito, in cui si assume un reddito stabile e perpetuo. La formula utilizzata per il calcolo del valore del capitale economico con i metodi redditali articolati è la seguente:

$$W = R_1 \times v_1 + R_2 \times v_2 + \dots + R_n \times v_n + \frac{R}{i} \times v^n$$

Dove:

- $W$  è il valore del capitale economico.
- $R_1, R_2, \dots, R_n$  sono i redditi attesi nei primi  $n$  anni.

- $v_1, v_2, \dots, v_n$  sono i coefficienti di attualizzazione per i primi  $n$  anni.
- $R$  è il reddito stabilizzato atteso a partire dall'anno  $n + 1$ .
- $i$  è il tasso di capitalizzazione.
- $v^n$  è il coefficiente di attualizzazione per il reddito perpetuo.

Questi metodi offrono un compromesso tra la semplicità del metodo reddituale puro e la complessità dei metodi teorici fondamentali, consentendo una valutazione più aderente alla realtà dell'azienda, soprattutto in settori in cui i redditi possono variare significativamente nel breve termine, ma tendono a stabilizzarsi nel lungo periodo. I metodi reddituali articolati sono particolarmente indicati per le aziende che attraversano una fase di crescita o di transizione, in cui i redditi futuri possono differire sostanzialmente da quelli attuali. Questi metodi offrono una maggiore accuratezza nella valutazione del capitale economico rispetto ai metodi più semplici, pur mantenendo una relativa facilità di applicazione<sup>8</sup>

---

<sup>8</sup>Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.

# Capitolo 6

## Metodologie Finanziarie

### 6.1 Il Metodo del Discounted Cash Flow (DCF) nella Valutazione Aziendale

Le metodologie finanziarie sono un elemento cardine nella valutazione aziendale, poiché si concentrano sulla capacità di un'azienda di generare flussi di cassa futuri. Questi metodi forniscono una stima del valore dell'impresa basata su variabili finanziarie osservabili e concrete, come i flussi di cassa operativi, il costo del capitale e la struttura finanziaria dell'azienda. Essi sono ampiamente utilizzati da investitori e analisti per valutare la sostenibilità finanziaria e la redditività di un'azienda. Tra le metodologie finanziarie più comuni troviamo il Discounted Cash Flow (DCF) e i metodi basati sui flussi di cassa levered e unlevered. Il metodo del Discounted Cash Flow (DCF) è uno dei più utilizzati e riconosciuti per la valutazione aziendale. Si basa sulla proiezione dei flussi di cassa futuri generati dall'azienda, che vengono attualizzati al valore presente utilizzando un tasso di sconto appropriato. Questo metodo è apprezzato per la sua capacità di fornire una stima precisa del valore aziendale, tenendo conto sia dei rischi specifici dell'impresa che delle condizioni di mercato. Grazie alla sua flessibilità e precisione, il DCF consente di valutare sia il valore complessivo dell'impresa che il valore del capitale proprio, rendendolo uno strumento fondamentale per investitori e analisti finanziari<sup>1</sup>.

#### 6.1.1 Flussi di Cassa: FCFE e FCFE

Il calcolo dei flussi di cassa è cruciale per il metodo DCF. Esistono due tipologie principali di flusso di cassa utilizzate per la valutazione: il Free Cash Flow to the

---

<sup>1</sup>Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.), McGraw-Hill Education, Capitolo 2.

Firm (FCFF) e il Free Cash Flow to Equity (FCFE). Entrambi sono proiettati per un periodo di cinque o sette anni e, successivamente, attualizzati utilizzando un tasso di sconto.

### **Free Cash Flow to the Firm (FCFF)**

Il Free Cash Flow to the Firm (FCFF) rappresenta il flusso di cassa disponibile per tutti gli investitori dell'azienda, sia creditori che azionisti, prima del pagamento degli interessi sul debito. Questo parametro è fondamentale per il metodo DCF, in quanto costituisce la base per la valutazione complessiva dell'impresa. Il calcolo del FCFF viene eseguito sottraendo le spese in conto capitale (CapEx) e le variazioni del capitale circolante netto (Working Capital) dal flusso di cassa operativo, che si ottiene partendo dall'Earnings Before Interest and Taxes (EBIT) e depurandolo delle imposte<sup>2</sup>. La formula per il calcolo del FCFF è la seguente:

$$FCFF = EBIT \times (1 - T) + Depreciation - \Delta CapEx - \Delta WorkingCapital$$

Dove:

- **EBIT**: Earnings Before Interest and Taxes (Utile Operativo)
- **T**: Aliquota fiscale
- **Depreciation**: Ammortamenti
- **CapEx**: Spese in conto capitale
- **Working Capital**: Capitale circolante netto

Questa formula permette di stimare il flusso di cassa disponibile per gli investitori, indipendentemente dalla struttura di capitale dell'azienda. Il FCFF è quindi essenziale per valutare il valore d'impresa (Enterprise Value), che riflette la capacità dell'azienda di generare flussi di cassa utili al pagamento del debito e alla remunerazione degli azionisti.

### **Free Cash Flow to Equity (FCFE)**

Il Free Cash Flow to Equity (FCFE) misura il flusso di cassa disponibile esclusivamente per gli azionisti, dopo aver tenuto conto delle spese in conto capitale, delle variazioni del capitale circolante netto, degli interessi netti pagati e dei rimborsi del

---

<sup>2</sup>Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.), McGraw-Hill Education, Capitoli 19-20.

debito. L'FCFE è utile per valutare il valore del capitale proprio dell'azienda, in quanto riflette i flussi di cassa che possono essere distribuiti agli azionisti sotto forma di dividendi o riacquisto di azioni<sup>3</sup>.

La formula per il calcolo dell'FCFE è la seguente:

$$FCFE = FCFE - (Interest \times (1 - T)) + NetBorrowing$$

Dove:

- **Interest:** Interessi pagati sul debito
- **Net Borrowing:** Variazione netta del debito (nuovi prestiti meno rimborsi)

Il FCFE è particolarmente utile per valutare il valore del capitale proprio, poiché considera la politica di finanziamento dell'azienda e la sua capacità di distribuire dividendi agli azionisti.

## 6.2 L'Analisi del Flusso di Cassa Scontato (DCF)

L'analisi del flusso di cassa scontato (DCF) utilizza il Free Cash Flow to the Firm (FCFF) o il Free Cash Flow to Equity (FCFE) per stimare il valore presente dei flussi di cassa futuri generati dall'azienda. Il DCF si basa su proiezioni di flussi di cassa per un periodo compreso tra cinque e sette anni, al termine del quale viene calcolato un valore terminale (Terminal Value), che rappresenta il valore dell'azienda in perpetuo a partire dall'ultimo anno proiettato. La formula generale per calcolare il Valore d'Impresa (Enterprise Value) utilizzando il DCF è la seguente:

$$EnterpriseValue = \sum_{n=1}^N \frac{FCFF_n}{(1+r)^n} + \frac{TerminalValue}{(1+r)^N}$$

Dove:

- **N:** Numero di anni del periodo di proiezione
- **r:** Tasso di sconto, generalmente rappresentato dal Weighted Average Cost of Capital (WACC)
- **Terminal Value:** Valore terminale

---

<sup>3</sup>Brealey, R. A., Myers, S. C., & Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.), McGraw-Hill Education, Capitoli 19-20.

Il valore terminale può essere calcolato utilizzando il metodo della perpetuity growth o dei multipli di mercato:

$$TerminalValue = \frac{FCFF_{N+1}}{r - g}$$

Dove:

- **FCFF<sub>N+1</sub>**: Flusso di cassa previsto per l'anno successivo all'ultimo anno proiettato
- **g**: Tasso di crescita perpetuo dei flussi di cassa

### 6.3 Vantaggi e Svantaggi del Metodo DCF

Tra i vantaggi principali del DCF vi sono la precisione e la personalizzazione. Questo metodo consente infatti di considerare le specifiche caratteristiche dell'azienda, comprese le sue potenzialità di crescita e le sue vulnerabilità. Si rivela particolarmente utile per le aziende con prospettive di crescita prevedibili e stabili. Un altro vantaggio significativo è che il DCF si basa sui flussi di cassa futuri, che rappresentano una misura diretta della capacità dell'azienda di generare valore nel tempo. Tuttavia, ci sono anche degli svantaggi da considerare. Una parte significativa del valore totale dell'azienda spesso dipende dal valore terminale, il cui calcolo può essere altamente soggettivo, rendendo il DCF sensibile a errori di stima. Le proiezioni dei flussi di cassa, inoltre, potrebbero risultare incerte poiché sono basate su ipotesi relative alla crescita futura dell'azienda, che potrebbero non realizzarsi. Un ulteriore limite riguarda la determinazione del tasso di sconto, che può essere complicata. Questo tasso deve riflettere correttamente il rischio dell'azienda e le condizioni di mercato, ma se calcolato erroneamente, può portare a una sovrastima o a una sottostima significativa del valore aziendale. In sintesi, il metodo DCF è uno strumento valido per l'analisi del valore aziendale, ma è fondamentale tener conto delle sue limitazioni. In particolare, l'incertezza legata al valore terminale e alle proiezioni dei flussi di cassa può influenzare i risultati. Per una corretta applicazione del DCF è necessaria una comprensione approfondita delle dinamiche aziendali e del contesto di mercato, oltre a un'attenta scelta dei parametri chiave come il tasso di sconto. Nell'ambito di una valutazione completa, il DCF dovrebbe essere integrato con altre metodologie, come l'analisi delle aziende comparabili e l'analisi delle transazioni precedenti, per fornire una visione più completa del valore aziendale<sup>4</sup>

---

<sup>4</sup>Pignataro, P. (2013). *Financial Modelling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. Wiley, Capitolo 8, p. 291-300.

## 6.4 Dividend Discount Model (DDM)

Per effettuare la valutazione del valore delle azioni di un'azienda, possiamo applicare la legge del "prezzo unico". Il valore di un titolo è determinato dal valore attuale dei flussi di cassa attesi, che il possessore del titolo riceverà in futuro. Questo principio è alla base del Dividend Discount Model (DDM), un metodo di valutazione che si basa sull'idea che il valore di un'azienda sia equivalente al valore attuale dei dividendi futuri che si prevede essa distribuirà. Il concetto chiave del DDM è che il valore intrinseco di un'azione è determinato dalla somma dei dividendi futuri, attualizzati al presente utilizzando un tasso di sconto appropriato, che riflette il rischio associato all'investimento in quell'azione. La teoria del "prezzo unico" implica che il prezzo corrente di un titolo deve riflettere il valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi. Nel valutare un'azione, vanno presi in considerazione due diversi flussi di cassa:

- **Capital Gain:** Il profitto ottenuto dalla vendita di un'azione a un prezzo superiore a quello di acquisto. Può essere realizzato (quando l'azione viene venduta) o non realizzato (quando l'azione aumenta di valore ma non viene venduta).
- **Dividendi:** Pagamenti regolari distribuiti agli azionisti. Possono essere ordinari (regolari, su base trimestrale o annuale) o straordinari (una tantum, derivanti da eventi speciali).

Prendiamo ad esempio un caso di valutazione ad un anno. Consideriamo un investimento ad un anno. Alla data di sottoscrizione, l'investitore paga un prezzo  $P_0$  e detiene l'azione per un anno, durante il quale riceve dividendi  $Div_1$ . Se al termine dell'anno decide di vendere l'azione al prezzo  $P_1$ , il flusso di cassa totale sarà:

$$FC = P_1 + Div_1$$

Il valore attuale di questi flussi di cassa, scontati al costo del capitale proprio  $k_e$ , deve essere confrontato con il prezzo iniziale  $P_0$  per determinare se l'investimento genera un valore attuale netto (VAN) positivo.

La relazione fondamentale è:

$$P_0 \leq \frac{P_1 + Div_1}{1 + k_e}$$

Se questa condizione è soddisfatta, l'investimento ha un VAN positivo.

$$P_0 \leq \frac{Div_1 + P_1}{1 + k_e}$$

Il Dividend Discount Model (DDM) si esprime nella sua forma più generale come:

$$P_0 = \sum_{t=1}^n \frac{Div_t}{(1 + k_e)^t} + \frac{P_n}{(1 + k_e)^n}$$

dove:

- $P_0$  è il prezzo corrente dell'azione,
- $Div_t$  è il dividendo atteso al tempo  $t$ ,
- $k_e$  è il costo del capitale proprio,
- $P_n$  è il prezzo atteso dell'azione alla fine del periodo di detenzione.

Tale metodologia presenta dei modelli specifici:

1. **Modello a Crescita Costante (Gordon Growth Model):** Assume che i dividendi crescano a un tasso costante  $g$  all'infinito:

$$P_0 = \frac{Div_1}{k_e - g}$$

Questo modello è adatto per aziende mature con politiche di dividendi stabili.

2. **Modello a Crescita Zero:** Assume dividendi costanti nel tempo:

$$P_0 = \frac{Div}{k_e}$$

Questo modello è utile per valutare azioni privilegiate o aziende senza crescita dei dividendi.

3. **Modello a Due Stadi:** Prevede una fase iniziale di alta crescita seguita da una fase di crescita stabile. La formula attualizza separatamente i dividendi nelle due fasi, rendendo il calcolo più complesso.

Il DDM è semplice da usare e richiede pochi input, ma presenta delle limitazioni significative:

- **Assunzioni Soggettive:** Le stime su tassi di crescita dei dividendi e costi del capitale proprio sono difficili da prevedere accuratamente.

- **Applicabilità Limitata:** Meno utile per aziende che non pagano dividendi o con politiche di dividendi variabili.
- **Rischio di Previsioni Errate:** Errori nelle stime possono portare a valutazioni fuorvianti.

Il Dividend Discount Model (DDM) rappresenta uno strumento fondamentale per la valutazione delle aziende, particolarmente efficace quando le previsioni sui dividendi sono stabili. Tuttavia, questo modello può presentare limitazioni in contesti dove i dividendi sono variabili o non costituiscono una parte significativa dei ritorni totali per gli azionisti. Nel settore aeroportuale, ad esempio, gli investimenti significativi possono influire sulla politica di distribuzione dei dividendi, rendendo il DDM meno affidabile se utilizzato in isolamento. Pertanto, è consigliabile integrare il DDM con altri metodi di valutazione per ottenere un quadro più completo del valore aziendale. Gli analisti finanziari utilizzano ampiamente il DDM per valutare aziende con politiche di dividendi consolidate. Sebbene potente, il modello in oggetto deve essere applicato con cautela, considerando anche altre metodologie di valutazione. Solo attraverso un approccio integrato è possibile ottenere una valutazione accurata e comprensiva del valore di un'azienda, garantendo decisioni d'investimento più informate e strategiche. L'analisi dei metodi di valutazione adottati negli ultimi anni evidenzia l'importanza di utilizzare approcci multipli e complementari per ottenere una stima accurata del valore delle società di gestione aeroportuale. Il DCF offre una visione dettagliata dei flussi di cassa futuri, mentre il SOTP consente di considerare le peculiarità dei singoli segmenti di business. Il metodo dei multipli fornisce un confronto rapido e diretto con il mercato, ma richiede una selezione accurata delle aziende peer. Il DDM, infine, è utile per le aziende con una politica di dividendi stabile, ma deve essere utilizzato con cautela in contesti di elevata variabilità dei dividendi<sup>5</sup>.

## 6.5 Il WACC (Weighted Average Cost of Capital)

Il Weighted Average Cost of Capital (WACC) è il tasso di sconto utilizzato per attualizzare i flussi di cassa nei metodi finanziari come il DCF. Esso rappresenta il costo medio ponderato del capitale, combinando il costo del debito e il costo del capitale proprio, ponderati in base alla struttura del capitale dell'azienda. Il WACC è fondamentale per riflettere il rischio complessivo dell'azienda nel processo

---

<sup>5</sup>OIV (Organismo Italiano di Valutazione), *Principi Italiani di Valutazione*, pp.145-146, 2015, documento disponibile su richiesta.

di valutazione e per determinare il valore attuale dei flussi di cassa futuri. Di seguito viene riportata la formula utilizzata nel calcolo del WACC:

$$WACC = \left( \frac{E}{E + D} \right) \times r_E + \left( \frac{D}{E + D} \right) \times r_D \times (1 - T)$$

Dove:

- **E**: Valore di mercato del capitale proprio
- **D**: Valore di mercato del debito
- **r<sub>E</sub>**: Costo del capitale proprio
- **r<sub>D</sub>**: Costo del debito
- **T**: Aliquota fiscale

Questo tasso rappresenta la media ponderata dei costi delle diverse fonti di finanziamento dell'azienda e viene utilizzato per attualizzare i flussi di cassa unlevered (FCFF), influenzando direttamente la stima del valore aziendale complessivo. Una determinazione accurata di questo parametro è cruciale, poiché errori nella sua stima possono portare a valutazioni significativamente errate. Il tasso di sconto derivato dalla media ponderata dei costi del capitale svolge un ruolo chiave nella valutazione dell'azienda. Un valore elevato di questo tasso indica una percezione di rischio maggiore, riducendo così il valore attualizzato dei flussi di cassa futuri e, di conseguenza, abbassando la valutazione complessiva dell'impresa. Al contrario, un tasso inferiore riflette un rischio percepito minore, che porta a un aumento del valore attualizzato dei flussi di cassa e, quindi, a una valutazione più alta. Le variazioni nelle condizioni di mercato e nella struttura del capitale dell'azienda possono influenzare sensibilmente questo parametro. Ad esempio, un aumento dei tassi di interesse o cambiamenti nelle politiche fiscali può alterare sia il costo del debito che il costo del capitale proprio, influenzando così il tasso di sconto complessivo. Anche la percezione del rischio da parte degli investitori è un fattore dinamico che può modificarsi a seconda del contesto economico e competitivo, rendendo necessario un monitoraggio continuo per mantenere una valutazione aziendale accurata e competitiva<sup>6</sup>.

---

<sup>6</sup>Pignataro, P. (2013). *Financial Modelling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. Wiley, Capitolo 8, p. 300-305.

# Capitolo 7

## Metodologie Comparative

Le metodologie comparative rappresentano uno strumento essenziale nella valutazione aziendale, poiché consentono di stimare il valore di un'impresa confrontandola con altre realtà simili presenti sul mercato. Questi metodi si basano su indicatori finanziari specifici, noti come multipli, che permettono di ottenere una valutazione rapida e, spesso, attendibile. Le metodologie comparative sono particolarmente utili in contesti in cui è possibile accedere a dati di mercato aggiornati e dove le aziende oggetto di confronto operano in settori omogenei. Le due principali tecniche all'interno di questo approccio sono il Metodo dei Multipli e il Metodo del Sum of the Parts (SOTP)<sup>1</sup>.

### 7.1 Il Metodo dei Multipli

Il metodo dei multipli è un approccio di valutazione comparativo che si basa sull'analisi di aziende simili per determinare il valore di un'impresa. Utilizza multipli finanziari, come il rapporto prezzo/utigli (P/E) e il rapporto valore d'impresa/EBITDA (EV/EBITDA), per confrontare l'azienda target con un gruppo di peer. Questo metodo è apprezzato per la sua semplicità e rapidità di applicazione, risultando particolarmente utile quando si dispone di dati di mercato aggiornati e rilevanti. I passaggi per condurre un'analisi dei Multipli sono i seguenti:

1. **Identificare le Aziende Comparabili:** È fondamentale selezionare aziende con strutture e operazioni simili a quelle dell'azienda target. Questo consente di effettuare un confronto significativo. Le aziende comparabili dovrebbero operare nello stesso settore e avere dimensioni, modelli di business e mercati target simili.

---

<sup>1</sup>OIV (Organismo Italiano di Valutazione), *Principi Italiani di Valutazione*, pp.152-157, 2015, documento disponibile su richiesta.

2. **Determinare il Valore di Mercato:** Il valore di mercato di ciascuna azienda comparabile deve essere calcolato. Questo valore si ottiene moltiplicando il numero di azioni in circolazione per il prezzo di mercato corrente dell'azione. È importante considerare anche la capitalizzazione di mercato e il valore d'impresa.
3. **Utilizzare Multipli Standardizzati:** Convertire il valore di mercato in un valore standardizzato relativo a una statistica chiave, come l'utile netto, il fatturato o l'EBITDA. I multipli più comuni includono il rapporto prezzo/utigli (P/E), il rapporto valore d'impresa/EBITDA (EV/EBITDA) e il rapporto valore d'impresa/fatturato (EV/Sales).
4. **Applicare i Multipli alla Società Target:** Una volta determinati i multipli dalle aziende comparabili, questi vengono applicati alla società target per stimarne il valore. È necessario considerare le differenze tra le aziende comparabili e la società target, apportando gli aggiustamenti necessari per riflettere variazioni nelle performance operative, nelle strutture di costo e nelle strategie di crescita.

Nella prassi operativa vengono considerati vari tipi di Multipli:

- **Multipli di Valore dell'Equity:** Il multiplo di valore dell'equity più comune è il rapporto prezzo/utigli (Price/Earnings o P/E). Questo multiplo confronta il prezzo corrente di un'azione con l'utile per azione (Earnings Per Share o EPS) dell'azienda. Il P/E è ampiamente utilizzato perché riflette la percezione del mercato sulla capacità di un'azienda di generare profitti. Un P/E elevato può indicare aspettative di crescita future elevate, mentre un P/E basso potrebbe suggerire che l'azienda è sottovalutata o che ci sono preoccupazioni riguardo alla sua performance futura.
- **Multipli di Valore d'Impresa:** Tra i multipli di valore d'impresa, i più comuni sono EV/EBITDA e EV/Sales. Questi multipli sono considerati più comprensivi rispetto ai multipli di valore dell'equity poiché includono il debito dell'azienda e altre passività. Il rapporto EV/EBITDA (Enterprise Value su Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) misura il valore totale dell'azienda in relazione alla sua capacità di generare profitti operativi. È particolarmente utile per confrontare aziende con diverse strutture di capitale e politiche contabili. Il rapporto EV/Sales (Enterprise Value su Vendite) confronta il valore d'impresa con i ricavi totali, offrendo una prospettiva sulla capacità dell'azienda di generare vendite rispetto al suo valore

complessivo. Questo multiplo è spesso utilizzato in settori con margini di profitto variabili, come il retail o la tecnologia.

Il metodo dei multipli offre vari vantaggi. Innanzitutto, è apprezzato per la sua semplicità e rapidità di applicazione. Gli analisti possono rapidamente confrontare aziende simili utilizzando multipli come P/E, EV/EBITDA o EV/Sales, facilitando il processo decisionale. Questo metodo è utile soprattutto quando si dispone di dati di mercato aggiornati e pertinenti, permettendo confronti diretti tra aziende del medesimo settore. Tuttavia tale metodo presenta anche significativi svantaggi. La sua efficacia dipende fortemente dalla qualità e dalla comparabilità delle aziende peer selezionate. Differenze sostanziali nei modelli di business, nelle strutture di costo e nelle strategie di crescita possono complicare l'applicazione accurata dei multipli. Inoltre, il metodo è sensibile alle condizioni di mercato e alle aspettative degli investitori, rendendo le valutazioni suscettibili a variazioni esterne. Ad esempio, fluttuazioni economiche o cambiamenti nel sentiment degli investitori possono influenzare i multipli di mercato, portando a valutazioni potenzialmente distorte<sup>2</sup>.

## 7.2 Il Metodo delle Transazioni Comparabili

L'analisi delle transazioni precedenti valuta il valore relativo esaminando i multipli di transazioni storiche. Il valore della nostra azienda è relativo al prezzo pagato da altri per aziende simili. Quindi, se troviamo altre aziende simili alla nostra che sono state acquisite, possiamo confrontare i loro multipli d'acquisto per stimare approssimativamente il valore della nostra azienda. I multipli d'acquisto sono simili ai multipli di mercato (descritti in precedenza), ma nel caso dei multipli d'acquisto il numeratore è basato sul prezzo pagato per un'entità anziché sul valore di mercato attuale<sup>3</sup>. Ad esempio, il multiplo *Enterprise Value/Reddito Netto* è calcolato come:

$$\frac{\text{Capitalizzazione di Mercato} + \text{Debito Netto}}{\text{Reddito Netto}}$$

nel contesto di un multiplo di mercato. In un multiplo d'acquisto, invece, il multiplo *Enterprise Value/Reddito Netto* viene calcolato come:

---

<sup>2</sup>Pignataro, P. (2013). *Financial Modelling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. Wiley, Capitolo 8, p. 309.

<sup>3</sup>OIV (Organismo Italiano di Valutazione), *Principi Italiani di Valutazione*, p.152 2015, documento disponibile su richiesta.

$$\frac{\text{Prezzo di Acquisto} + \text{Debito Netto}}{\text{Reddito Netto}}$$

a cui possono essere aggiunti ulteriori elementi, come le *partecipazioni non di controllo*, i *titoli preferenziali*, i *fondi pensionistici non allocati* e altri *passivi non operativi*, come discusso nella sezione sul valore d'impresa.

Un vantaggio significativo dell'analisi delle transazioni precedenti rispetto agli altri tre metodi è che il prezzo d'acquisto include un premio. Questo potrebbe essere vantaggioso se intendiamo acquisire un'azienda, poiché ci aiuterebbe a determinare quale premio considerare per convincere il proprietario o gli azionisti a cedere l'azienda.

Tuttavia, ci sono diversi svantaggi principali nell'analisi delle transazioni precedenti:

- **Analisi storica:** Per definizione, le transazioni precedenti sono storiche. L'analisi potrebbe essere irrilevante se ci troviamo in un contesto economico completamente diverso;
- **Difficoltà nel trovare transazioni rilevanti:** Specialmente in un contesto in cui ci sono poche acquisizioni, potrebbe non essere possibile trovare transazioni simili a quella che stiamo analizzando;
- **Difficoltà nel reperire i dati:** Anche se troviamo transazioni rilevanti, non è sempre facile ottenere i dati necessari per calcolare i multipli.

### 7.3 Il Metodo del Sum of the Parts (SOTP)

Il metodo del Sum of the Parts (SOTP) è ampiamente utilizzato nella valutazione delle società, offrendo un approccio dettagliato per le aziende con segmenti di business diversificati. Questo metodo prevede la valutazione separata delle diverse attività o sussidiarie di un'azienda, sommando poi questi valori per ottenere una stima complessiva del valore dell'impresa. Il SOTP è particolarmente utile per le società che operano in diversi segmenti di mercato, permettendo di considerare le peculiarità e le performance specifiche di ciascun segmento. Questo approccio è applicabile attraverso i seguenti passaggi:

- **Determinazione dei Segmenti di Business:** Identificare i segmenti di business appropriati. Le aziende spesso riportano informazioni seg-

mentate nei loro bilanci. Se queste informazioni non sono disponibili, è necessario un approfondimento per suddividere le performance tra le diverse parti dell'azienda;

- **Valutazione di Ciascun Segmento:** Utilizzare metodi di valutazione come il Discounted Cash Flow (DCF) o l'analisi di società comparabili. Per esempio, Amazon può essere valutata utilizzando multipli di EV/Revenue o EV/EBITDA per ciascun segmento;
- **Somma dei Valori Totali:** Sommare i valori dei singoli segmenti e apportare eventuali aggiustamenti necessari. Aggiungere la liquidità e sottrarre il debito netto per ottenere il valore totale dell'equity, che può essere diviso per il numero di azioni in circolazione per arrivare al prezzo obiettivo per azione.

## Capitolo 8

# Il Tasso di Sconto: Coerenza tra Flusso e Tasso di Sconto

Il tasso di sconto rappresenta un elemento centrale nelle metodologie di valutazione aziendale, influenzando in modo determinante il valore attuale dei flussi di cassa futuri. La sua selezione non è solo una questione tecnica, ma implica una comprensione approfondita dei rischi associati ai flussi di cassa considerati. In questa sezione, verrà esplorata la relazione tra rischio, premio per il rischio e tasso di sconto, ponendo particolare attenzione sulla necessità di mantenere coerenza tra il tipo di flusso considerato e il tasso di sconto applicato.

### 8.1 Il Rischio e il Premio per il Rischio

Il concetto di rischio è insito in ogni attività di investimento e la sua gestione risulta cruciale per la determinazione del tasso di sconto. Il rischio si riferisce all'incertezza inerente alla capacità di un'azienda di generare i flussi di cassa attesi. Più elevata è l'incertezza percepita, maggiore sarà il tasso di sconto richiesto dagli investitori per compensare tale rischio. Il tasso di sconto è costituito da diverse componenti, una delle quali è il tasso privo di rischio, generalmente rappresentato dal rendimento dei titoli di Stato a lungo termine. A questo tasso si aggiunge il premio per il rischio, che rappresenta la remunerazione addizionale richiesta dagli investitori per accettare l'incertezza legata ai flussi di cassa futuri. Il premio per il rischio varia a seconda di molteplici fattori, tra cui la volatilità dei flussi di cassa, il rischio di mercato, la liquidità dell'azienda, la struttura del capitale e il rischio paese.

Il Capital Asset Pricing Model (CAPM) è uno degli strumenti più utilizzati per calcolare il premio per il rischio. Il CAPM stabilisce che il tasso di rendimento richiesto, e di conseguenza il tasso di sconto, è funzione della somma tra il tasso privo di rischio e il prodotto tra il beta  $\beta$  (che misura la sensibilità del rendimento dell'azienda rispetto al mercato) e il premio per il rischio di mercato. La formula del CAPM è la seguente:

$$k_e = i_r + \beta \times (R_m - i_r)$$

Dove:

- $k_e$  è il costo del capitale proprio.
- $i_r$  è il tasso privo di rischio.
- $\beta$  è il coefficiente beta dell'azienda.
- $R_m$  è il rendimento medio di mercato.
- $R_m - i_r$  è il premio per il rischio di mercato (ERP - Equity Risk Premium).

Il coefficiente beta rappresenta una misura del rischio sistematico dell'azienda, riflettendo quanto il rendimento dell'azienda sia correlato con quello del mercato nel suo complesso. Un beta maggiore di 1 indica che l'azienda è più volatile del mercato, mentre un beta inferiore a 1 indica una volatilità minore. (Damodaran, 2002) La scelta del tasso di sconto appropriato deve essere coerente con la natura dei flussi di cassa che si intende attualizzare. Ad esempio, se i flussi di cassa sono già al netto del servizio del debito (flussi di cassa agli azionisti o FCFE - Free Cash Flow to Equity), il tasso di sconto deve riflettere il costo del capitale proprio. Se, invece, i flussi di cassa considerati sono i flussi di cassa operativi dell'azienda (flussi di cassa all'impresa o FCFF - Free Cash Flow to the Firm), il tasso di sconto deve essere il costo medio ponderato del capitale (WACC), che include sia il costo del capitale proprio che il costo del debito. La coerenza tra flusso e tasso di sconto è essenziale per evitare distorsioni nella valutazione aziendale. Ad esempio, applicare un tasso di sconto elevato a flussi di cassa che sono relativamente certi (ad esempio, contratti a lungo termine con clienti stabili) porterebbe a una sottovalutazione dell'azienda. Al contrario, un tasso di sconto troppo basso applicato a flussi di cassa incerti potrebbe portare a una sopravvalutazione del valore aziendale<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup>Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. (2022). *Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education, Capitolo 13.

## 8.2 Il Tasso di Sconto nei Metodi Redditali e Finanziari

Il tasso di sconto svolge un ruolo fondamentale nei metodi redditali e finanziari di valutazione aziendale, influenzando direttamente la stima del valore economico dell'impresa. Nei metodi redditali, come il Metodo Reddituale Puro o i Metodi Redditali Articolati, il tasso di sconto viene utilizzato per attualizzare i redditi futuri attesi. Nei metodi finanziari, come il Discounted Cash Flow (DCF), il tasso di sconto è applicato ai flussi di cassa futuri per determinarne il valore presente. Nei metodi redditali, il tasso di sconto rappresenta il rendimento atteso dagli investitori in relazione ai redditi futuri che l'azienda sarà in grado di generare. Questo tasso tiene conto sia del rendimento richiesto per il rischio associato all'investimento sia del rendimento minimo accettabile rispetto ad altre opportunità di investimento. Il Metodo Reddituale Puro si basa sulla stima dei redditi netti futuri che un'azienda genererà durante la sua attività. Il valore economico dell'azienda è determinato sommando i redditi futuri attualizzati con un tasso di sconto appropriato. Questo metodo è particolarmente sensibile alla scelta del tasso di sconto, poiché variazioni anche minime nel tasso applicato possono comportare significative differenze nella valutazione finale. Secondo quanto discusso da Brealey, Myers e Allen (2020), un tasso di sconto troppo alto potrebbe sottovalutare il valore aziendale, mentre un tasso troppo basso potrebbe portare a una sopravvalutazione del valore. Nei metodi finanziari, come il Discounted Cash Flow, il tasso di sconto viene utilizzato per attualizzare i flussi di cassa operativi che l'azienda si prevede genererà. A seconda del tipo di flusso di cassa utilizzato (flussi di cassa all'impresa o flussi di cassa agli azionisti), il tasso di sconto può essere il costo medio ponderato del capitale (WACC) o il costo del capitale proprio ( $k_e$ ).

- **WACC (Weighted Average Cost of Capital):** Il WACC rappresenta il costo medio del capitale di un'azienda, ponderato in base alla proporzione di capitale proprio e debito utilizzati nel finanziamento. È il tasso di sconto appropriato per attualizzare i flussi di cassa operativi dell'azienda (FCFF). Il WACC riflette il rischio complessivo dell'azienda e include sia il costo del debito (dopo le imposte) sia il costo del capitale proprio.
- **Costo del Capitale Proprio ( $k_e$ ):** Quando si utilizzano flussi di cassa

agli azionisti (FCFE), il tasso di sconto da applicare è il costo del capitale proprio. Questo riflette il rendimento richiesto dagli azionisti per investire nell'azienda, tenendo conto del rischio associato all'equity.

L'accuratezza del metodo Discounted Cash Flow (DCF) è strettamente legata alla corretta determinazione del tasso di sconto, che deve riflettere in modo coerente il rischio associato ai flussi di cassa futuri e la struttura del capitale dell'azienda. Come sottolineato da Damodaran, la scelta di un tasso di sconto appropriato è cruciale: un tasso ben calibrato deve tener conto sia del rischio intrinseco dei flussi di cassa attesi sia del mix di debito e capitale proprio utilizzato dall'azienda. Esiste una relazione inversa tra il tasso di sconto e il valore aziendale. Un tasso di sconto più elevato, richiesto in situazioni di maggiore rischio percepito, porta a una riduzione del valore attuale dei flussi di cassa futuri, diminuendo così il valore complessivo dell'azienda. Questo scenario può verificarsi in settori instabili, in mercati volatili o in contesti aziendali con una struttura finanziaria più rischiosa. In questi casi, gli investitori richiedono un rendimento maggiore per compensare i rischi, il che si traduce in un tasso di sconto più alto. D'altro canto, un tasso di sconto inferiore, che riflette una percezione di rischio ridotto o un rendimento atteso più basso, aumenta il valore attuale dei flussi di cassa, incrementando di conseguenza il valore aziendale. Tuttavia, è fondamentale evitare di sottovalutare i rischi reali: un tasso di sconto eccessivamente basso potrebbe portare a una sopravvalutazione dell'azienda, ignorando potenziali pericoli futuri. Per garantire una valutazione accurata, è essenziale mantenere la coerenza tra il tasso di sconto e i flussi di cassa considerati. Nel contesto del DCF, la scelta tra il WACC e il costo del capitale proprio dipende dalla natura dei flussi di cassa utilizzati. Il WACC è indicato per scontare i flussi di cassa operativi (FCFF), poiché riflette il rischio complessivo dell'azienda, includendo sia il debito che il capitale proprio. Al contrario, il costo del capitale proprio è più appropriato per i flussi di cassa destinati agli azionisti, concentrandosi esclusivamente sul rendimento richiesto dagli azionisti e non tenendo conto del debito aziendale. Questi concetti evidenziano l'importanza di un'accurata determinazione del tasso di sconto nella valutazione aziendale, sottolineando come la coerenza tra flussi di cassa e tasso di sconto sia essenziale per ottenere una stima realistica e affidabile del valore dell'impresa<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup>Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., & Jordan, B. (2022). *Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education, Capitolo 13.

# Capitolo 9

## Applicazione dei Metodi di Valutazione nelle Società di Gestione Aeroportuale

Il settore delle società di gestione aeroportuale presenta caratteristiche distintive che influenzano significativamente le metodologie di valutazione applicabili. Questo capitolo analizza come i principali metodi di valutazione possano essere adattati per tenere conto delle peculiarità del settore aeroportuale, concentrandosi su strumenti come il Discounted Cash Flow (DCF), il Sum of the Parts (SOTP), e l'uso dei multipli<sup>1</sup>.

### 9.1 Peculiarità del Settore Aeroportuale

Il settore aeroportuale si distingue per una serie di specificità che impattano direttamente sulla valutazione delle società di gestione aeroportuale:

- **Regolamentazione:** Gli aeroporti operano in un contesto regolamentato che influisce sulle tariffe aeroportuali, sui diritti di atterraggio e sulle concessioni. Queste regolamentazioni possono stabilire limiti ai ricavi, influenzando le prospettive di crescita e, quindi, la valutazione.
- **Concessioni a lungo termine:** Le società di gestione aeroportuale spesso operano in base a concessioni di lungo periodo. La durata delle

---

<sup>1</sup>Interviste al management di una primaria società di gestione aeroportuale italiana, Gennaio-Giugno 2024.

concessioni e le condizioni di rinnovo sono fattori determinanti nella stima del valore futuro dell'azienda.

- **Investimenti infrastrutturali:** Gli aeroporti richiedono investimenti significativi in infrastrutture, con cicli di vita molto lunghi. La valutazione di questi investimenti deve considerare il ritorno sugli investimenti e l'impatto sui flussi di cassa a lungo termine.
- **Variazioni del traffico aereo:** Il traffico passeggeri e merci è soggetto a fluttuazioni, influenzate da fattori economici, crisi sanitarie come le pandemie, e cambiamenti nelle abitudini di viaggio. Queste incertezze complicano la previsione dei flussi di cassa futuri.
- **Diversificazione delle entrate:** Le società di gestione aeroportuale generano ricavi da una varietà di fonti, tra cui servizi di handling, concessioni commerciali, parcheggi e altre attività non aeronautiche. Questa diversificazione deve essere integrata nella valutazione complessiva dell'azienda.

## 9.2 Applicazione del DCF nel Settore Aeroportuale

Il metodo del Discounted Cash Flow (DCF) è particolarmente adatto alla valutazione delle società di gestione aeroportuale, grazie alla sua capacità di incorporare proiezioni dettagliate sui flussi di cassa futuri derivanti dalle operazioni aeroportuali. Tuttavia, l'applicazione del DCF nel settore aeroportuale richiede l'adeguamento delle variabili al contesto specifico del settore<sup>2</sup>.

- **Proiezione dei flussi di cassa:** Le previsioni devono tenere conto delle tariffe regolamentate, dei volumi di traffico e degli investimenti necessari per mantenere e migliorare le infrastrutture aeroportuali. È essenziale considerare l'impatto di potenziali variabili, come recessioni economiche o cambiamenti nei modelli di viaggio.
- **Tasso di sconto:** Il tasso di sconto utilizzato nel DCF deve riflettere il rischio specifico del settore aeroportuale, inclusi i rischi normativi e quelli legati al traffico aereo. A causa dell'incertezza sui ricavi futuri, questo tasso può essere superiore rispetto a quello di altri settori.

---

<sup>2</sup>Interviste al management di una primaria società di gestione aeroportuale italiana, Gennaio-Giugno 2024.

- **Valore terminale:** Il valore terminale nel DCF deve considerare la durata delle concessioni e le prospettive di rinnovo. Deve anche tenere conto della sostenibilità dei flussi di cassa a lungo termine, soprattutto in un contesto di infrastrutture che richiedono investimenti periodici significativi.

L'applicazione di tale metodo nel settore aeroportuale permette di ottenere una stima dettagliata e articolata del valore dell'azienda, richiedendo però una profonda conoscenza delle dinamiche settoriali e delle variabili che influenzano i flussi di cassa.

### 9.3 Applicazione del SOTP nel Settore Aeroportuale

Nel contesto delle società di gestione aeroportuale, il SOTP consente di valutare separatamente le attività legate ai servizi di handling, le concessioni commerciali, i parcheggi e altre fonti di ricavo non aviation. Questo approccio fornisce una visione dettagliata e precisa del valore complessivo della società, considerando le specificità di ciascun segmento<sup>3</sup>. Un esempio pratico potrebbe essere approcciato nel seguente modo:

- **Servizi di Handling:** Valutazione dei servizi di assistenza a terra utilizzando multipli di settore o analisi di flussi di cassa futuri.
- **Concessioni Commerciali:** Valutazione delle attività commerciali all'interno dell'aeroporto, come negozi e ristoranti, attraverso il metodo DCF o confronti con concessioni simili.
- **Parcheggi:** Stima dei ricavi dai parcheggi, considerando tassi di occupazione e tariffe.
- **Altre Fonti di Ricavo Non Aviation:** Inclusionione di attività come il noleggio di spazi pubblicitari e servizi logistici.

Il SOTP offre un'analisi approfondita delle diverse componenti di un'azienda, permettendo di ottenere un quadro più accurato del suo valore complessivo. Tuttavia, richiede una profonda conoscenza dei singoli segmenti e la disponibilità di dati finanziari disaggregati, che possono non essere sempre facilmente

---

<sup>3</sup>Interviste al management di una primaria società di gestione aeroportuale italiana, Gennaio-Giugno 2024.

accessibili. Il metodo Sum of the Parts è uno strumento prezioso per ottenere una valutazione dettagliata e precisa delle società con segmenti di business distinti. Applicato con attenzione e integrato con altre metodologie di valutazione, tale metodo consente di fornire una visione completa del valore aziendale, essenziale per decisioni d'investimento strategiche e informate.

## 9.4 Uso dei Multipli nelle Valutazioni Aeroportuali

L'utilizzo dei multipli nella valutazione delle società di gestione aeroportuale offre un metodo rapido e comparativo per stimare il valore di un'azienda. Tuttavia, l'applicazione dei multipli in questo settore richiede un'attenta selezione dei peer comparabili e dei multipli adeguati<sup>4</sup>.

- **Selezione dei peer:** È fondamentale selezionare aziende comparabili che operano in contesti simili, con strutture di costo e ricavi analoghe. Dato che il settore aeroportuale è fortemente influenzato da regolamentazioni e condizioni locali, la selezione dei peer deve tenere conto di queste variabili.
- **Applicazione dei multipli:** Multipli come EV/EBITDA e P/E sono comunemente utilizzati per valutare le società di gestione aeroportuale. Il multiplo EV/EBITDA, in particolare, è utile per confrontare la capacità di generare profitti operativi rispetto al valore d'impresa, tenendo conto delle diverse strutture di capitale.

I multipli possono essere influenzati da fluttuazioni di mercato a breve termine, che potrebbero non riflettere le prospettive a lungo termine di un aeroporto. Inoltre, la diversificazione delle fonti di ricavo negli aeroporti può rendere complessa l'applicazione uniforme dei multipli. L'uso dei multipli offre un metodo complementare al DCF e al SOTP, fornendo un confronto diretto con altre aziende del settore, ma deve essere utilizzato con attenzione per evitare valutazioni distorte. La valutazione delle società di gestione aeroportuale richiede l'adattamento dei metodi tradizionali alle peculiarità del settore. Il DCF, il SOTP e l'uso dei multipli sono tecniche essenziali che, se applicate correttamente, possono fornire una stima accurata del valore aziendale. Tuttavia, è fondamentale comprendere le dinamiche specifiche del settore aeroportuale,

---

<sup>4</sup>Interviste al management di una primaria società di gestione aeroportuale italiana, Gennaio-Giugno 2024.

come le regolamentazioni, le concessioni a lungo termine, e la diversificazione delle fonti di ricavo, per garantire che le valutazioni riflettano realisticamente il potenziale economico e le sfide operative di queste società. La combinazione di diversi metodi e un'attenta analisi delle variabili settoriali è essenziale per ottenere una valutazione completa e affidabile.

# Capitolo 10

## Analisi del Business Plan

Nel presente capitolo verrà condotta un'analisi approfondita del Business Plan di una società di gestione aeroportuale, utilizzando i principali metodi valutativi già illustrati nei capitoli precedenti. L'obiettivo è quello di replicare fedelmente la prassi operativa dei valutatori professionisti, con l'intento di stimare in maniera accurata il valore della società oggetto di analisi. A tal fine, verranno elaborati diversi scenari e analisi di sensitività, al fine di esplorare l'impatto delle variazioni dei parametri di input sui risultati della valutazione. Questo approccio permetterà di ottenere una visione critica e completa del processo valutativo, avvicinandosi così alle metodologie applicate nella pratica professionale. Nel contesto della valutazione di una società di gestione aeroportuale, risulta cruciale adottare un approccio che combini aspetti qualitativi e quantitativi, ponendo particolare attenzione a elementi chiave quali l'operatività, l'organizzazione aziendale, il portafoglio di attività, la struttura patrimoniale, il profilo di rischio e la redditività sostenibile. In questo tipo di società, la componente patrimoniale assume generalmente un'importanza ridotta rispetto al valore complessivo, che è maggiormente determinato dalle potenzialità reddituali e finanziarie della società. La prassi valutativa per aziende concessionarie come quelle aeroportuali si basa prevalentemente sull'utilizzo di metodi finanziari. In particolare, il metodo del Discounted Cash Flow, già descritto in precedenza, risulta particolarmente adatto a cogliere le potenzialità reddituali e finanziarie a lungo termine della società, tenendo conto delle variabili specifiche del settore, quali il traffico passeggeri, la gestione delle infrastrutture e la durata delle concessioni. Accanto al DCF, l'analisi sarà integrata dall'uso dei multipli di borsa, un metodo empirico che consente di confrontare la società oggetto di valutazione con altre realtà simili del

settore, sfruttando i dati di mercato per ottenere indicazioni rapide sul valore aziendale. L'utilizzo dei multipli è particolarmente indicato in un contesto come quello aeroportuale, dove sono presenti numerose società quotate con modelli di business analoghi. Infine, il metodo delle transazioni comparabili, che si basa sui valori espressi da operazioni di fusione e acquisizione tra società non quotate del medesimo settore, rappresenta un ulteriore strumento utile per fornire una stima del valore aziendale, basato su eventi reali di mercato. Oltre a questi approcci, è possibile integrare l'analisi con il Dividend Discount Model (DDM), particolarmente rilevante per aziende con una politica di distribuzione dei dividendi stabile e prevedibile. Questo metodo, basato sulla scomposizione del valore aziendale in funzione dei dividendi futuri attesi e attualizzati, offre un ulteriore spunto per valutare le aziende aeroportuali, dato che queste società tendono ad avere un cash flow stabile e prevedibile nel tempo. Il DDM è utile soprattutto in contesti dove la distribuzione di dividendi rappresenta una parte significativa del ritorno per gli azionisti, e aggiunge un'ulteriore prospettiva nella valutazione. L'integrazione di questi approcci DCF, multipli di borsa e transazioni comparabili permette di ottenere una valutazione articolata e completa della società in esame. Ciascun metodo offre una prospettiva diversa e complementare: il DCF fornisce una visione approfondita delle potenzialità finanziarie nel lungo termine, mentre i multipli di mercato e le transazioni comparabili apportano dati empirici che riflettono le dinamiche attuali del mercato. Questa combinazione di approcci garantisce una valutazione equilibrata e rigorosa, in linea con le migliori prassi professionali del settore.

## **10.1 Applicazione del Discounted Cash Flow (DCF)**

### **10.1.1 Costruzione dei Flussi di Cassa**

I flussi di cassa futuri della società sono stati determinati partendo dalle proiezioni economico-finanziarie, considerando l'intero periodo residuo della concessione aeroportuale, con scadenza al 31 dicembre 2047. La situazione patrimoniale del 31 dicembre 2023 è stata utilizzata come punto di partenza per l'elaborazione dei dati prospettici, seguendo un processo di calcolo che parte dall'EBIT (Earnings Before Interest and Taxes), al netto delle imposte figu-

rative, per arrivare al Net Free Cash Flow. Il calcolo dei flussi di cassa parte dall'EBIT, che rappresenta il risultato operativo della società prima delle imposte e delle componenti finanziarie. Da questo, vengono sottratte le imposte figurative, calcolate con aliquote IRAP e IRES rispettivamente al 4,25 per cento e 24 per cento, ottenendo così il NOPAT (Net Operating Profit After Taxes). Il NOPAT rappresenta il profitto operativo netto dopo imposte e costituisce il punto di partenza per determinare il flusso di cassa operativo lordo. Ammortamenti e accantonamenti vengono quindi aggiunti al NOPAT, poiché non rappresentano effettive uscite di cassa, consentendo di ottenere il Gross Cash Flow. Da questo, vengono poi considerate le variazioni del capitale circolante netto (CCN), che rappresentano l'impatto delle variazioni di crediti, debiti e scorte sul flusso di cassa. Le variazioni positive del CCN comportano una riduzione del flusso di cassa operativo, mentre quelle negative lo aumentano. Successivamente, le spese in conto capitale (CapEx) vengono sottratte dal Gross Cash Flow. Queste rappresentano gli investimenti necessari per mantenere o espandere le infrastrutture della società. Una volta considerate le variazioni del capitale circolante e le spese in conto capitale, si ottiene il Free Cash Flow from Operations (FCFO), che rappresenta il flusso di cassa operativo netto. Al flusso di cassa operativo netto si aggiungono altre componenti rilevanti per arrivare al Net Free Cash Flow. Tra queste, il beneficio fiscale derivante dallo scudo fiscale, che riduce l'onere effettivo del debito grazie alla deducibilità degli interessi passivi. Inoltre, viene considerata la gestione finanziaria, che include i pagamenti degli interessi sul debito, nonché le variazioni delle attività non correnti, come beni immobili o partecipazioni, che possono influire sul flusso di cassa complessivo. Altri elementi considerati sono il fondo TFR, che rappresenta gli accantonamenti per il trattamento di fine rapporto, e le variazioni del patrimonio netto, dovute ad aumenti o diminuzioni di capitale. Infine, il Net Free Cash Flow rappresenta il risultato finale del processo di calcolo, ottenuto dopo aver considerato tutte le voci principali, incluse imposte, investimenti, gestione finanziaria e altre variazioni di bilancio. Questo flusso di cassa netto è quello effettivamente disponibile per gli azionisti e i creditori della società e costituisce un elemento centrale per la valutazione finanziaria dell'azienda.

DCF										
€ '000	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	
<b>EBIT</b>	<b>3.225</b>	<b>5.556</b>	<b>7.048</b>	<b>6.162</b>	<b>6.096</b>	<b>6.362</b>	<b>7.237</b>	<b>8.184</b>	<b>9.073</b>	
Imposte figurative	28,25% (911)	(1.569)	(1.991)	(1.741)	(1.722)	(1.797)	(2.044)	(2.312)	(2.563)	
<b>NOPAT</b>	<b>2.314</b>	<b>3.986</b>	<b>5.057</b>	<b>4.421</b>	<b>4.374</b>	<b>4.565</b>	<b>5.192</b>	<b>5.872</b>	<b>6.510</b>	
Ammortamenti e accantonamenti	1.812	1.710	1.639	3.095	4.120	4.766	4.832	4.905	5.121	
<b>Gross Cash Flow</b>	<b>4.125</b>	<b>5.696</b>	<b>6.696</b>	<b>7.517</b>	<b>8.494</b>	<b>9.331</b>	<b>10.024</b>	<b>10.776</b>	<b>11.631</b>	
Variazione CCN	(4.206)	(263)	(700)	(323)	227	53	59	(103)	(113)	
Capex	(13.746)	(1.000)	(12.134)	(9.777)	(6.337)	(3.705)	(6.700)	(5.420)	(2.900)	
Fondo rischi e oneri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<b>FCFO</b>	<b>(13.826)</b>	<b>4.433</b>	<b>(6.138)</b>	<b>(2.583)</b>	<b>2.385</b>	<b>5.679</b>	<b>3.383</b>	<b>5.253</b>	<b>8.618</b>	
Scudo Fiscale	53	53	149	143	129	113	97	80	63	
Gestione Finanziaria	(220)	(220)	(619)	(598)	(535)	(471)	(404)	(334)	(261)	
Delta altre attività non correnti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Fondo TFR	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(11)	(11)	
Delta Patrimonio Netto	-	-	-	(1.376)	(1.190)	(1.190)	(2.945)	(3.420)	(5.618)	
<b>Net Free Cash Flow</b>	<b>(14.005)</b>	<b>4.254</b>	<b>(6.621)</b>	<b>(4.425)</b>	<b>776</b>	<b>4.119</b>	<b>120</b>	<b>1.568</b>	<b>2.790</b>	

Figura 10.1: Costruzione dei flussi di cassa nel *DCF*

## 10.1.2 Costruzione del WACC

La costruzione del WACC per la valutazione in oggetto è stata realizzata attraverso un processo che combina il costo del capitale proprio ( $K_e$ ) e il costo del debito ( $K_d$ ), ponderati in base alla struttura finanziaria del settore. Il WACC rappresenta il tasso di sconto utilizzato per attualizzare i flussi di cassa futuri, riflettendo sia il costo del capitale che il rischio specifico associato al settore aeroportuale. Per stimare il costo del capitale proprio ( $K_e$ ) è stato utilizzato il modello CAPM. Per la determinazione del tasso privo di rischio, è stato utilizzato un approccio diretto, basato sul rendimento lordo medio a dodici mesi del BTP decennale italiano, pari al 4,3 per cento. Questo metodo utilizza direttamente il rendimento dei titoli governativi del paese di appartenenza dell'azienda target, riflettendo così il rischio sovrano del paese stesso. Nella prassi operativa, tuttavia, è possibile adottare anche il metodo indiretto, che prevede un approccio differente. In questo caso, si prende il tasso risk-free di riferimento del continente o area economica cui appartiene l'azienda target, solitamente un titolo governativo di un paese con un'economia solida e a basso rischio, come la Germania per l'area Euro. A questo tasso viene poi aggiunto il Credit Default Swap (CDS) del paese specifico dell'azienda, che misura il rischio di default del paese rispetto al benchmark scelto. Nel caso dell'Italia, l'approccio indiretto implicherebbe l'utilizzo del tasso risk-free tedesco (ad esempio il rendimento dei Bund decennali), a cui verrebbe aggiunto il CDS italiano, per compensare il rischio sovrano aggiuntivo. Questo metodo consente di separare il concetto di tasso privo di rischio puro dal rischio specifico del paese in cui opera l'azienda. La differenza principale tra i due approcci sta quindi nel fatto che il metodo diretto include già il rischio paese nel tasso utilizzato (nel caso del BTP italiano), mentre il metodo indiretto parte da un tasso più "puro" e aggiunge separatamente il rischio sovrano tramite il CDS,

offrendo una maggiore flessibilità e adattabilità ai contesti internazionali. Un altro elemento chiave nella determinazione del costo del capitale proprio ( $K_e$ ) è il beta ( $\beta$ ), che misura la sensibilità del rendimento della società rispetto a quello del mercato. In questo caso, il beta unlevered è stato stimato a 0,57, calcolato come media delle società comparabili operanti nel settore aeroportuale. Questo valore riflette esclusivamente il rischio operativo dell'azienda, escludendo l'effetto della leva finanziaria.

Comparable pricing analysis				
Data in €mln			Beta	
#	Company	Ticker	Country	Unlevered
1	Aéroports de Paris ADP	ADP-FR	FR	0,62
2	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide Un-sponsored ADR	FPRUY-US	DE	0,39
3	Flughafen Zurich AG	FHZN-CH	CH	0,79
4	Flughafen Wien AG	FLU-AT	AT	0,37
5	Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna S.p.A.	ADB-IT	IT	0,62
6	TAV Havalimanlari Holding A.S.	TAVHL.E-TR	TR	0,61
7	Aena SME SA	AENA-ES	ES	0,86
8	Toscana Aeroporti S.p.A.	TYA-IT	IT	0,31
<b>Average</b>				<b>0,57</b>
<b>Average without outliers</b>				<b>0,57</b>
<b>Median</b>				<b>0,62</b>
<b>Min</b>				<b>0,31</b>
<b>Max</b>				<b>0,86</b>

Figura 10.2: Determinazione del *beta unlevered* di mercato

Successivamente, sulla base della struttura di capitale media del settore, è stata applicata la formula di Hamada per incorporare il livello di indebitamento e l'aliquota fiscale. La formula utilizzata è la seguente:

$$\beta_L = \beta_U \times \left[ 1 + \left( \frac{D}{E} \times (1 - T) \right) \right]$$

Dove:

- $\beta_L$  = **beta levered** (beta con leva finanziaria)
- $\beta_U$  = **beta unlevered**, pari a 0,57
- $D/E$  = rapporto debito/equity della società (struttura di capitale)
- $T$  = aliquota fiscale

Applicando la formula e utilizzando il rapporto debito/capitale proprio e l'aliquota fiscale del settore, il beta levered è stato calcolato pari a 0,71. Questo valore riflette l'incremento del rischio percepito dagli azionisti dovuto alla leva finanziaria della società. Il beta levered di 0,71 è stato quindi utilizzato

nella determinazione del costo del capitale proprio ( $K_e$ ) all'interno del modello CAPM, per rappresentare il rischio complessivo percepito dagli investitori, includendo sia il rischio operativo che quello finanziario. Un'ulteriore componente del CAPM è il premio per il rischio, stimato al 5,5 per cento, calcolato sulla base del differenziale storico di rendimento tra i titoli azionari e quelli obbligazionari nei mercati internazionali. A tale premio è stato aggiunto uno spread di 300 basis point, allo scopo di riflettere il rischio incrementale specifico della società di gestione aeroportuale. Questo spread rientra nei range applicativi della prassi professionale, tenendo conto del contesto economico e del profilo di rischio del settore. La struttura finanziaria adottata nel calcolo del WACC riflette il livello medio di leverage delle società comparabili nel settore aeroportuale, assicurando che il calcolo sia coerente con la realtà operativa dell'azienda.

Comparable pricing analysis				
Data in €mln				
#	Company	Ticker	Country	D / (D+E)
1	Aéroports de Paris ADP	ADP-FR	FR	40,8%
2	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide Unsponsored ADR	FPRUY-US	DE	65,4%
3	Flughafen Zurich AG	FHZN-CH	CH	15,0%
4	Flughafen Wien AG	FLU-AT	AT	-
5	Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna S.p.A.	ADB-IT	IT	-
6	TAV Havalimanlari Holding A.S.	TAVHL.E-TR	TR	44,7%
7	Aena SME SA	AENA-ES	ES	21,0%
8	Toscana Aeroporti S.p.A.	TYA-IT	IT	26,2%
<b>Average</b>				<b>26,6%</b>
<b>Average without outliers</b>				<b>24,6%</b>
<b>Median</b>				<b>23,6%</b>
<b>Min</b>				<b>-</b>
<b>Max</b>				<b>65,4%</b>

Figura 10.3: Determinazione del *debt-to-capital ratio* di mercato.

Il costo del debito ( $K_d$ ) è stato stimato al 4,8 per cento, rappresentando il costo dell'indebitamento finanziario di lungo termine al netto dello scudo fiscale. Inizialmente, il costo del debito lordo è stato calcolato al 6,3 per cento, composto dal tasso risk-free al quale è stato aggiunto uno spread del 2 per cento, derivante dall' Interest Coverage Ratio (ICR). Nella prassi operativa, seguendo le indicazioni di Damodaran, lo spread da applicare, in base a un ICR medio di mercato pari a 12, sarebbe stato pari a 0,69 per cento. Tuttavia, è stato adottato un approccio più prudentiale, utilizzando uno spread del 2 per cento, per riflettere meglio le condizioni specifiche della società e del contesto finanziario.

ICR	
Most Recent Period End Dt	LTM End Dt
2,9	2,0
1,7	2,3
22,1	26,0
11,6	39,0
10,8	13,0
2,0	2,1
7,9	9,6
3,2	3,2
<b>Average</b>	<b>12,1</b>

Figura 10.4: Media degli *LTM Interest Coverage Ratios* di mercato.

>	$\leq$ to	Rating is	Spread is
-100000	0.199999	D2/D	20.00%
0.2	0.649999	C2/C	17.50%
0.65	0.799999	Ca2/CC	15.78%
0.8	1.249999	Caa/CCC	11.57%
1.25	1.499999	B3/B-	7.37%
1.5	1.749999	B2/B	5.26%
1.75	1.999999	B1/B+	4.55%
2	2.249999	Ba2/BB	3.13%
2.25	2.499999	Ba1/BB+	2.42%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	2.00%
3	4.249999	A3/A-	1.62%
4.25	5.499999	A2/A	1.42%
5.5	6.499999	A1/A+	1.23%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.85%
8.50	100000	Aaa/AAA	0.69%

Figura 10.5: Livelli di *Default Spread* associati agli *ICR* secondo *Damodaran*.

Il  $k_d$  è stato poi corretto al netto dello scudo fiscale, tenendo conto dell'aliquota IRES del 24 per cento, che riduce l'onere effettivo del debito per l'azienda, portando il  $K_d$  finale al 4,8 per cento. Questo valore riflette in maniera più accurata il costo reale del debito per l'azienda dopo i benefici fiscali derivanti dalla deducibilità degli interessi. Viene poi applicato un premio addizionale

per il rischio pari al 2,9 per cento, al fine di riflettere il rischio specifico della società di gestione aeroportuale nel contesto del WACC. L'inclusione di questo tasso aggiuntivo è giustificata da una serie di fattori legati alle caratteristiche uniche del settore e alla situazione specifica della società. Integrando questi parametri, il WACC finale è stato calcolato al 7,9 per cento. Questo tasso medio ponderato riflette il costo del capitale per la società e tiene conto delle specificità del settore aeroportuale, come il rischio regolatorio e la stabilità delle concessioni a lungo termine, garantendo una valutazione accurata del rendimento richiesto dai finanziatori.

Risk Free Mean 10Y	
Italy	
LAST 1M	3,81%
LAST 3M	4,37%
LAST 6M	4,33%
LAST 12M	4,26%
LAST 24M	3,69%

Figura 10.6: Media dei *Risk Free* italiani degli ultimi 24 Mesi.

### 10.1.3 Determinazione del valore con approccio DCF

Una volta determinati i flussi di cassa ed il WACC siamo in possesso di tutti gli elementi per determinare il valore dell'azienda applicando il metodo del DCF.

DCF	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2032	2035	2038	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047
€ '000																
EBIT	3.225	5.556	7.048	6.162	6.096	6.362	9.073	12.746	15.241	18.124	18.893	18.581	20.303	21.257	21.701	22.246
Imposte figurative	28,25%	(911)	(1.569)	(1.991)	(1.741)	(1.722)	(1.797)	(2.563)	(3.601)	(4.306)	(5.120)	(5.337)	(5.532)	(5.736)	(6.005)	(6.284)
NOPAT	2.314	3.986	5.057	4.421	4.374	4.565	6.510	9.145	10.936	13.004	13.556	14.049	14.568	15.252	15.570	15.961
Ammortamenti e accantonamenti	1.812	1.710	1.639	3.095	4.120	4.766	5.121	5.356	4.782	4.021	4.007	4.100	4.065	3.820	4.104	4.307
Gross Cash Flow	4.125	5.696	6.696	7.517	8.494	9.331	11.631	14.502	15.718	17.025	17.563	18.149	18.633	19.071	19.674	20.268
Variazione CCN	(4.206)	(263)	(700)	(323)	227	53	(113)	(173)	(204)	(228)	(169)	(135)	(136)	(145)	(210)	(66)
Capex	(13.746)	(1.000)	(12.134)	(9.777)	(6.337)	(3.705)	(2.900)	(1.420)	(2.400)	(3.500)	(1.300)	(2.060)	(2.700)	(4.500)	(4.000)	(200)
Fondo rischi e oneri	(13.826)	4.433	(6.138)	(2.583)	2.385	5.679	8.618	12.908	13.114	13.297	16.094	15.954	16.797	14.426	15.464	20.003
FCFO																
Scudo Fiscale	53	53	149	143	129	113	63	13	-	-	-	-	-	-	-	-
Gestione Finanziaria	(220)	(220)	(619)	(598)	(535)	(471)	(261)	(54)	-	-	-	-	-	-	-	-
Delta altre attività non correnti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fondo TFR	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(11)	(11)	(11)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)
Delta Patrimonio Netto	-	-	(1.376)	(1.190)	(1.190)	(5.616)	(8.073)	(10.243)	(12.369)	(13.004)	(13.556)	(14.049)	(14.568)	(15.252)	(15.570)	(15.961)
Net Free Cash Flow	(14.005)	4.254	(6.621)	(4.425)	776	4.119	2.790	4.783	2.860	918	3.080	2.388	1.738	(151)	202	4.423
PFN BoP	(7.222)	6.771	2.505	9.114	13.527	12.739	6.897	934	(5.150)	(11.292)	(12.221)	(15.311)	(17.709)	(19.457)	(19.316)	(19.528)
Net Free Cash Flow	14.005	(4.254)	6.621	4.425	(776)	(4.119)	(2.790)	(4.783)	(2.860)	(918)	(3.080)	(2.388)	(1.738)	151	(202)	(4.423)
PFN EoP	6.783	2.517	9.126	13.539	12.751	8.620	4.107	(3.848)	(8.010)	(12.211)	(15.301)	(17.699)	(19.447)	(19.306)	(19.518)	(23.951)
Check	-	-	-	-	(0,0)	0,0	(0,0)	(0,0)	0,0	-	0,0	-	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)
WACC	9,5%															
g-rate	0,0%															
Discount Factor	91,3%	83,3%	76,1%	69,5%	63,4%	57,9%	44,1%	33,5%	25,5%	19,4%	17,7%	16,2%	14,8%	13,5%	12,3%	11,2%
FCFO attualizzati	(12.622)	3.695	(4.671)	(1.795)	1.513	3.288	3.797	4.328	3.345	2.581	2.852	2.581	2.333	1.945	1.904	2.248
Periodo Esplicito 2023-2047	39.636															
TV	21.138															
TV Attualizzato	2.376															
EV	42.011															
PFN	(7.222)															
Equity Value (100%)	49.233															
Equity Value pro-quota (45%)	22.155															

Figura 10.7: Estrazione del modello *DCF*.

In merito all'applicazione del Discounted Cash Flow (DCF), è stato utilizzato il WACC del 9,51 per cento, calcolato precedentemente. Questo tasso è stato

impiegato per calcolare il discount factor, necessario per attualizzare i flussi di cassa futuri e riportarli al valore presente. Dall'applicazione di questo metodo risulta un Equity Value di 49,2 milioni di euro. Il calcolo è stato effettuato partendo dalla determinazione dell'Enterprise Value, ottenuto sommando i flussi di cassa attualizzati nel periodo esplicito 2023-2047, per un totale di 39,6 milioni di euro, a cui è stato aggiunto il Terminal Value attualizzato di 2,37 milioni di euro. Il Terminal Value è stato determinato considerando il capitale investito netto (CIN) previsto per il 2047, pari a 20,09 milioni di euro, attualizzato al tasso di sconto del 2047, fissato all'11,2 per cento. Una volta determinato l'Enterprise Value di 42 milioni di euro, è stata aggiunta la posizione finanziaria netta positiva di 7,2 milioni di euro, calcolata come il debito netto al 2023 al netto del TFR, arrivando così all'Equity Value finale di 49,2 milioni di euro. In aggiunta a tale valutazione, è stata effettuata un'analisi di sensitività sul valore pro quota della partecipazione del 45 per cento, considerando una variazione del WACC di  $\pm 0,5$  per cento. Il valore pro quota dell'Enterprise Value è pari a 22,1 milioni di euro. Dall'analisi di sensitività emerge che, applicando un tasso di sconto del 9 per cento, il valore pro quota risulta essere di 23,9 milioni di euro, mentre con un tasso di sconto del 10 per cento, il valore scende a 20,6 milioni di euro. Questa analisi offre una visione più ampia e dettagliata dei possibili scenari di mercato relativi alla quota detenuta, contribuendo a una valutazione più completa.

Sensitivity Enterprise Value pro-quota			
	WACC		
	9,0%	<b>9,5%</b>	10,0%
	23.889	<b>22.155</b>	20.559

Figura 10.8: *Sensitivity* sull'*EV* rispetto al *WACC*.

Possiamo quindi affermare che, utilizzando il metodo del DCF, il multiplo EV/EBITDA, calcolato sull'Enterprise Value di 42 milioni di euro, risulta pari a 7,5x per l'EBITDA del 2023 e a 8,3x per l'EBITDA del 2024. Questo consente di ottenere un'indicazione chiara dei rapporti di valutazione tra l'Enterprise Value e i risultati operativi previsti per i due anni considerati.

	2023	2024
<b>EV/EBITDA</b>	<b>7,5x</b>	<b>8,3x</b>

Figura 10.9: Multipli *EV/EBITDA*

## 10.2 Applicazione del Dividend Discount Model (DDM)

### 10.2.1 Costruzione del $K_e$

In merito all'applicazione del Dividend Discount Model (DDM), è stato utilizzato un  $k_e$  del 11,1%, calcolato precedentemente nella determinazione del WACC. Questo tasso è stato impiegato per calcolare il discount factor, necessario per attualizzare i flussi di cassa futuri e riportarli al valore presente.

Il discount factor è un elemento essenziale per calcolare il valore attuale netto (VAN) dei flussi di cassa e si determina con la seguente formula:

$$DF = \frac{1}{(1 + r)^t}$$

Dove:

- $DF$  rappresenta il discount factor (fattore di sconto),
- $r$  è il tasso di sconto (in questo caso l'11,1% o un altro tasso adeguato come il WACC),
- $t$  indica il numero di periodi (ad esempio anni o mesi) fino al flusso di cassa.

Questo fattore permette di attualizzare correttamente i dividendi o i flussi di cassa futuri, tenendo conto del tempo e del tasso di sconto utilizzato.

### 10.2.2 Determinazione del valore con approccio DDM

La determinazione dei dividendi segue la logica secondo cui gli incrementi di patrimonio netto previsti lungo l'arco del piano verranno distribuiti interamente sotto forma di dividendi.

	1	2	3	4	5	6	9	12	15	18	21	22	23	24
<b>Dividend Discount Model</b>														
€ '000	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2032	2035	2038	2041	2044	2045	2046	2047
Dividendi	-	-	-	1.376	1.190	1.190	5.618	8.073	10.243	12.369	14.049	14.568	15.252	15.570
Terminal Value														
Ke	11,1%													
Discount factor	90%	81%	73%	66%	59%	53%	39%	28%	21%	15%	11%	10%	9%	8%
Flussi di cassa attualizzati				903	703	633	2.180	2.284	2.114	1.862	1.542	1.440	1.357	1.247
Σ Flussi attualizzati	35.470,5													
Equity Value (100%)	35.470,5													
Equity Value pro-quota (45%)	15.962													

Figura 10.10: Attualizzazione dei dividendi con l'utilizzo del  $ke$ .

Dall'applicazione di tale metodo emerge un Equity Value di 35,47 milioni di euro. In aggiunta a tale valutazione, è stata effettuata un'analisi di sensitività sul valore pro quota della partecipazione del 45 per cento, considerando una variazione del KE di +0,2 per cento e -0,3 per cento.

<b>Sensitivity Equity Value pro-quota</b>			
	<b>Ke</b>		
	10,8%	11,1%	11,3%
	16.488	15.962	15.456

Figura 10.11: *Sensitivity* sull'*Equity Value* rispetto al  $ke$ .

Il valore pro quota dell'Equity Value è pari a 16 milioni di euro. Dall'analisi di sensitività emerge che, applicando un tasso di sconto del 10,8 per cento, il valore pro quota risulta essere di 16,48 milioni di euro, mentre con un tasso di sconto del 11,3 per cento, il valore scende a 15,45 milioni di euro. Questa analisi offre una visione più ampia e dettagliata dei possibili scenari di mercato relativi alla quota detenuta, contribuendo a una valutazione più completa.

### 10.3 Applicazione del Metodo dei Multipli

I moltiplicatori utilizzati per la valutazione sono stati derivati dai prezzi di borsa di società quotate comparabili nel settore aeroportuale. Il tipo di moltiplicatore impiegato è basato sul rapporto tra il valore del capitale investito operativo Enterprise Value e il margine lordo (EBITDA) delle società considerate. Il moltiplicatore EV/EBITDA rappresenta uno strumento empirico utile per valutare il valore del business delle aziende in relazione agli indicatori di redditività operativa. È ampiamente adottato da investitori e analisti finanziari per le valutazioni dei titoli nel settore aeroportuale. I dati economici previsionali delle società comparabili sono stati ricavati da fornitori di database specializzati. Il valore del capitale investito (Enterprise Value) viene

calcolato come somma del valore di mercato delle fonti finanziarie, ossia capitalizzazione di borsa e debito finanziario netto. L'EBITDA, che corrisponde al risultato ante ammortamenti, gestione finanziaria, straordinaria e imposte, è considerato un indicatore economico particolarmente adatto per confronti internazionali tra aziende dello stesso settore.

### 10.3.1 Struttura del file di lavoro di Pricing

Il file di Pricing svolge un ruolo fondamentale nell'ambito della valutazione aziendale, in particolar modo nel calcolo del costo del capitale e nell'applicazione del metodo dei multipli. Il file di Pricing è suddiviso in vari fogli. Il foglio "Input" raccoglie i dati finanziari e di mercato di diverse aziende. Troviamo informazioni chiave come il ticker, il nome dell'azienda, la capitalizzazione di mercato e dati storici sui prezzi delle azioni. Oltre a ciò, vengono forniti dati previsionali come l'EBIT e il reddito netto per gli anni 2023-2025. Questi dati rappresentano la base da cui parte l'analisi, poiché forniscono i valori fondamentali necessari per l'applicazione dei multipli.

Pricing Date		General information				Market cap (FRC mln)			Market cap & NFP (€ mln)		
n.	Ticker	Name	Local Index	Country	FRC	Mov Avg 120d	Mov Avg 60d	Px Last	Mov Avg 120d	Mov Avg 60d	Px Last
									1	2	3
1	ADP-FR	Aeroports de Paris ADP	180454	FR	EUR	11.467	11.037	11.598	11.467	11.037	11.598
2	FPRUY-US	Fraport AG Frankfurt Airport Serv	SP50	DE	EUR	4.639	4.725	5.064	4.639	4.725	5.064
3	FHZN-CH	Flughafen Zurich AG	180825	CH	CHF	5.465	5.444	5.391	5.712	5.709	5.799
4	FLU-AT	Flughafen Wien AG	188931	AT	EUR	4.061	4.180	4.276	4.061	4.180	4.276
5	ADB-IT	Aeroporto Guglielmo Marconi di	167202	IT	EUR	297	296	299	297	296	299
6	TAVHLE-TR	TAV Havalimanlari Holding A.S.	186444	TR	TRY	43.034	42.940	39.053	1.438	1.387	1.197
7	AENA-ES	Aena SME SA	180824	ES	EUR	22.015	22.596	24.615	22.015	22.596	24.615

Figura 10.12: Market capitalization società comparabili.

Sales (€mln)		Latest available (FRC mln)										
Sales Rev Turn	Most Recent Period End Dt	Sales Rev Turn	Ebitda	Ebit	Net Income	Tot Shrhldr Eqy	Bs St Borrow	Bs Lt Borrow	Bs Cash Near Cash Item	Bs Mkt Sec Other St Invest	Bs Minority Int	Bs Pfd Eqy
5.495	30-Sep-23	4.688	1.712	951	517	3.982	1.888	8.365	2.251	-	789	-
3.194	09/30/2023	3.194	894	429	132	4.280	1.712	9.791	2.431	1.885	277	-
1.020	06/30/2023	1.024	551	283	207	2.706	325	1.240	243	-	0	-
693	09/30/2023	693	283	152	108	1.416	25	230	31	45	130	-
112	09/30/2023	112	27	13	31	204	13	25	44	-	-	-
1.320	12/31/2023	33.968	10.227	6.835	7.536	45.969	17.342	40.863	20.804	2.635	496	-
4.182	09/30/2023	4.182	2.094	1.299	901	7.171	1.068	7.267	1.970	-	(60)	-

Figura 10.13: Financials società comparabili.

Beta								
Est NFP	NFP for re-levering	EV (FRG mln)	Beta unlevered	D / (D+E)	Beta raw overridable	Eqy Beta	Coef deter r squared	BETA POINTS
		1	1					
8.791	8.002	20.259	0,62	41,1%	0,91	0,94	0,33	105
7.464	7.187	12.103	0,44	60,8%	0,87	0,91	0,16	105
1.322	1.322	6.787	0,75	19,5%	0,86	0,90	0,30	105
309	179	4.370	0,36	4,2%	0,06	0,37	0,00	105
(6)	(6)	292	0,62	-	0,44	0,62	0,22	105
35.262	34.766	78.295	0,61	44,7%	0,99	0,99	0,49	105
6.305	6.365	28.320	0,85	22,4%	1,04	1,03	0,50	105

Figura 10.14: *Beta e Net Financial Position* società comparabili.

Tax rate	Estimates (FRG mln)												ICR	
	SALES			EBITDA			EBIT			NET INCOME				Most Recent Period End Dt
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025		
28.0%	5.440	5.793	6.088	1.922	2.014	2.166	1.120	1.178	1.320	565	554	665	1,0	
30.0%	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	1,2	
14.8%	1.213	1.281	1.352	667	711	762	374	415	450	280	312	330	10,3	
25.0%	899	980	1.036	386	423	451	256	285	309	173	203	221	11,3	
24.0%	143	158	171	42	46	50	27	29	35	18	21	25	9,6	
22.0%	38.090	55.384	56.016	11.119	17.490	18.176	8.720	10.020	10.494	4.733	6.291	7.508	2,0	
25.0%	4.920	5.394	5.598	2.727	3.053	3.214	1.910	2.224	2.383	1.390	1.584	1.713	13,5	

Figura 10.15: *Estimates Financials* società comparabili.

Il foglio "Support" sembra fornire un'analisi aggiuntiva a supporto del calcolo. Ad esempio, potrebbe includere la media dei prezzi azionari su diverse finestre temporali, come 120 e 60 giorni, utili per stabilire tendenze di mercato più stabili rispetto ai prezzi attuali, eliminando la volatilità di breve periodo.

Currency	Ticker	Mov Avg 120d	Mov Avg 60d	Px Last
EUR	n.a.	1,00	1,00	1,00
USD	EURUSD	1,08	1,08	1,10
GBP	EURGBP	0,86	0,87	0,87
SEK	EURSEK	11,60	11,45	11,13
CHF	EURCHF	0,96	0,95	0,93
BRL	EURBRL	5,32	5,32	5,37
CNY	EURCNY	7,82	7,78	7,83
HKD	EURHKD	8,45	8,42	8,63
DKK	EURDKK	7,46	7,46	7,45
AUD	EURAUD	1,66	1,65	1,62
JPY	EURJPY	158,32	159,22	155,73
CZK	EURCZK	24,37	24,52	24,69
INR	EURINR	89,72	89,79	91,92
PLN	EURPLN	4,46	4,40	4,34
NOK	EURNOK	11,53	11,66	11,22
CAD	EURCAD	1,46	1,47	1,46
THB	EURTHB	38,28	38,30	37,70
IDR	EURIDR	16.705,88	16.890,72	17.008,30

Figura 10.16: Tassi di cambio.

Nel foglio "Output" si svolge l'analisi comparativa, che probabilmente applica i multipli a una serie di aziende. Qui vengono considerate le medie dei prezzi azionari su 120 e 60 giorni, insieme ad altri parametri.

Comparable pricing analysis													
Data in €mln													
#	Company	Ticker	Country	Market cap	NFP	EV	Sales LFY	EBITDA / Sales			EV / Sales		
								2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
1	Aeroports de Paris ADP	ADP-FR	FR	11.467	8.822	20.289	5.495	35,3%	34,8%	35,6%	3,7x	3,5x	3,3x
2	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide Un-sponsored ADR	FPRUY-US	DE	4.639	9.043	13.682	4.000	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
3	Flughafen Zurich AG	FHZN-CH	CH	5.712	1.008	6.721	1.273	55,0%	55,5%	56,4%	5,3x	5,0x	4,8x
4	Flughafen Wien AG	FLU-AT	AT	4.061	115	4.176	932	42,9%	43,2%	43,6%	4,6x	4,3x	4,0x
5	Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna S.p.A.	ADB-IT	IT	297	(8)	289	144	29,6%	29,5%	32,3%	2,0x	1,8x	1,7x
6	TAV Havalimanlari Holding A.S.	TAVHL E-TR	TR	1.438	-	1.438	1.320	29,2%	31,6%	33,0%	2,1x	1,4x	1,4x
7	Aena SME SA	AENA-ES	ES	22.015	5.776	27.791	5.040	55,4%	56,6%	57,4%	5,6x	5,2x	5,0x
8	Toscana Aeroporti S.p.A.	TYA-IT	IT	221	79	300	117	28,8%	34,8%	37,8%	3,1x	2,7x	2,5x
<b>Average</b>								<b>39,5%</b>	<b>40,8%</b>	<b>42,3%</b>	<b>3,8x</b>	<b>3,4x</b>	<b>3,2x</b>
<b>Average without outliers</b>								<b>38,4%</b>	<b>40,0%</b>	<b>41,3%</b>	<b>3,8x</b>	<b>3,5x</b>	<b>3,3x</b>
<b>Median</b>								<b>35,3%</b>	<b>34,8%</b>	<b>37,8%</b>	<b>3,7x</b>	<b>3,5x</b>	<b>3,3x</b>
<b>Min</b>								<b>28,8%</b>	<b>29,5%</b>	<b>32,3%</b>	<b>2,0x</b>	<b>1,4x</b>	<b>1,4x</b>
<b>Max</b>								<b>55,4%</b>	<b>56,6%</b>	<b>57,4%</b>	<b>5,6x</b>	<b>5,2x</b>	<b>5,0x</b>

Figura 10.17: Ebitda-EV/Sales di mercato e determinazione statistiche.

Comparable pricing analysis														
Data in €mln														
#	Company	Ticker	Country	EV / EBITDA			EV / EBIT			P / E			Beta	D / (D+E)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	Unlevered	
1	Aeroports de Paris ADP	ADP-FR	FR	10,6x	10,1x	9,4x	18,1x	17,2x	15,4x	20,3x	20,7x	17,2x	0,62	40,8%
2	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide Un-sponsored ADR	FPRUY-US	DE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,39	65,4%
3	Flughafen Zurich AG	FHZN-CH	CH	9,6x	9,0x	8,4x	17,2x	15,5x	14,3x	19,5x	17,5x	16,6x	0,79	15,0%
4	Flughafen Wien AG	FLU-AT	AT	10,8x	9,9x	9,3x	16,3x	14,7x	13,5x	23,4x	20,0x	18,4x	0,37	-
5	Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna S.p.A.	ADB-IT	IT	6,8x	6,2x	5,2x	10,9x	9,9x	8,3x	16,2x	14,2x	12,0x	0,62	-
6	TAV Havalimanlari Holding A.S.	TAVHL E-TR	TR	7,0x	4,5x	4,3x	9,0x	7,8x	7,5x	9,1x	6,8x	5,7x	0,61	44,7%
7	Aena SME SA	AENA-ES	ES	10,2x	9,1x	8,6x	14,6x	12,5x	11,7x	15,8x	13,9x	12,8x	0,86	21,0%
8	Toscana Aeroporti S.p.A.	TYA-IT	IT	10,7x	7,7x	6,5x	24,1x	13,6x	10,9x	28,8x	11,7x	10,0x	0,31	26,2%
<b>Average</b>				<b>9,4x</b>	<b>8,1x</b>	<b>7,4x</b>	<b>15,7x</b>	<b>13,0x</b>	<b>11,6x</b>	<b>19,0x</b>	<b>15,0x</b>	<b>13,3x</b>	<b>0,57</b>	<b>26,6%</b>
<b>Average without outliers</b>				<b>9,6x</b>	<b>8,4x</b>	<b>7,6x</b>	<b>15,4x</b>	<b>13,2x</b>	<b>11,7x</b>	<b>19,0x</b>	<b>15,5x</b>	<b>13,7x</b>	<b>0,57</b>	<b>24,6%</b>
<b>Median</b>				<b>10,2x</b>	<b>9,0x</b>	<b>8,4x</b>	<b>16,3x</b>	<b>13,6x</b>	<b>11,7x</b>	<b>19,5x</b>	<b>14,2x</b>	<b>12,8x</b>	<b>0,62</b>	<b>23,6%</b>
<b>Min</b>				<b>6,8x</b>	<b>4,5x</b>	<b>4,3x</b>	<b>9,0x</b>	<b>7,8x</b>	<b>7,5x</b>	<b>9,1x</b>	<b>6,8x</b>	<b>5,7x</b>	<b>0,31</b>	-
<b>Max</b>				<b>10,8x</b>	<b>10,1x</b>	<b>9,4x</b>	<b>24,1x</b>	<b>17,2x</b>	<b>15,4x</b>	<b>28,8x</b>	<b>20,7x</b>	<b>18,4x</b>	<b>0,86</b>	<b>65,4%</b>

Figura 10.18: EV/Ebitda-Ebit, P/E di mercato e determinazione statistiche.

Il calcolo del WACC è cruciale per il metodo dei multipli. Questo foglio contiene dati come il tasso "risk-free" e il rapporto Debito/Capitale (D/(D+E)), che sono utilizzati per determinare il costo del capitale aziendale. Il WACC è usato per scontare i flussi di cassa futuri e, in ultima analisi, per stimare il valore dell'azienda nel suo complesso.

WACC	
Tasso risk free 10Y (avg 12m)	4,3%
Premio per il rischio di mercato	5,5%
Beta unlevered	0,57
Beta levered	0,71
Country risk premium	0,0%
Premio addizionale per il rischio	2,9%
<b>Costo del capitale proprio (Ke)</b>	<b>11,1%</b>
Default spread	0,0%
Spread passivo	2,0%
Costo del debito lordo	6,3%
Scudo fiscale	1,5%
Tax rate	24,0%
<b>Costo del debito netto (Kd)</b>	<b>4,8%</b>
D/D+E	24,6%
E/D+E	75,4%
D/E	0,33
<b>WACC</b>	<b>9,53%</b>

Figura 10.19: Calcolo WACC.

Il foglio sugli Equity Risk Premium (ERP) per Paese fornisce dati chiave per

stimare il costo del capitale proprio delle aziende. Il premio per il rischio azionario varia in base al paese, e questo foglio riporta un premio base di 0.0412 per mercati maturi, aggiornato al 1° luglio 2024, insieme a eventuali aggiustamenti per il rischio di default dei vari paesi.

Country and Equity Risk Premiums										
Date of update: 1 July 24										
Enter the current risk premium for a mature equity market: 4.60%										
Do you want to adjust the country default spread for the additional volatility of the equity market to get to a country premium? Yes										
If yes, enter the multiplier to use on the default spread (see worksheet for volatility numbers for selected emerging markets): 1.34										
Country	Africa	Moodys's rating	Rating-based Default Spr	Total Equity Risk Premi	Country Risk Premi	Sovereign CDS, net of IS	Total Equity Risk Premi	Country Risk Premi	Risk to be sorted in ascending order	
									Rating	Country
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.34%	5.32%	0.72%	0.17%	4.83%	0.23%	A1	77
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	4.90%	11.18%	6.58%	NA	NA	NA	A2	92
Andorra (Principality of)	Western Europe	Baa2	2.07%	7.38%	2.78%	NA	NA	NA	A2	92
Angola	Africa	B1	7.08%	14.11%	9.51%	7.24%	14.37%	9.72%	A3	131
Argentina	Central and South America	Ca	13.07%	22.15%	11.55%	NA	NA	NA	Aa1	44
Armenia	Eastern Europe & Russia	Ba3	3.92%	9.86%	5.36%	NA	NA	NA	Aa2	54
Aruha	Caribbean	Baa2	2.07%	7.38%	2.78%	NA	NA	NA	Aa3	65
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	4.60%	0.00%	0.00%	4.60%	0.00%	Aaa	0
Austria	Western Europe	Aaa	0.44%	5.18%	0.58%	0.00%	4.60%	0.00%	B1	490
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.75%	8.20%	3.00%	NA	NA	NA	B3	599
Bahamas	Caribbean	B1	4.90%	11.18%	6.58%	NA	NA	NA	B3	708
Bahrain	Middle East	B2	5.99%	12.64%	8.04%	2.16%	7.50%	2.90%	Ba1	273
Bangladesh	Asia	B1	4.90%	11.18%	6.58%	NA	NA	NA	Ba2	328
Barbados	Caribbean	B1	7.08%	14.11%	9.51%	NA	NA	NA	Ba3	392
Belarus	Eastern Europe & Russia	C	17.50%	28.09%	23.49%	NA	NA	NA	Baa1	174
Belgium	Western Europe	Aa3	0.65%	5.48%	0.88%	0.00%	4.60%	0.00%	Baa2	207
Belize	Central and South America	Caa2	9.81%	17.77%	13.17%	NA	NA	NA	Baa3	239
Benin	Africa	B1	4.90%	11.18%	6.58%	NA	NA	NA	C	1750
Bermuda	Caribbean	A2	0.92%	5.84%	1.24%	NA	NA	NA	Ca	1307
Bolivia	Central and South America	Ca1	8.17%	15.57%	10.97%	NA	NA	NA	Caa1	817
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	A3	7.08%	14.11%	9.51%	NA	NA	NA	Caa2	951
Botswana	Africa	A3	1.31%	6.35%	1.75%	NA	NA	NA	Caa3	1090
Brazil	Central and South America	Ba2	3.28%	9.00%	4.40%	1.81%	7.03%	2.43%	NF	NA

Figura 10.20: *Equity Risk Premium* estratti da *Damodaran*.

Il foglio ARP 2024 sembra contenere premi di rischio annuali che potrebbero essere utilizzati in scenari di valutazione specifici per il 2024. Questi premi sono utili per affrontare diverse condizioni di mercato, rendendo l'analisi più flessibile e adattabile ai cambiamenti economici.

Decile	Low End Breakpoint (\$M)	High End Breakpoint (\$M)	Size Premium
Mid Cap	3,011.22	14,820.05	0,66%
Low Cap	555.88	3,010.81	1,24%
Micro Cap	1.58	554.52	2,91%
Breakdown of CRSP Deciles 1 - 10			
1	36,942.98	2,662,326.05	-0,06%
2	14,910.72	36,391.11	0,46%
3	7,493.61	14,820.05	0,61%
4	4,622.26	7,461.28	0,64%
5	3,011.22	4,621.79	0,95%
6	1,864.29	3,010.81	1,21%
7	1,050.08	1,862.49	1,39%
8	555.88	1,046.04	1,14%
9	213.04	554.52	1,99%
10	1.58	212.64	4,70%
Breakdown of CRSP 10th Decile			
10A	97.46	212.64	3,29%
10B	1.58	97.40	7,64%
10W	153.80	212.64	2,38%
10X	97.46	153.67	4,43%
10Y	57.82	97.40	6,22%
10Z	1.58	57.45	10,73%

Figura 10.21: *Breakpoints* dei decili *CRSP* e premi di dimensione.

Il foglio sull'ICR calcola la capacità di un'azienda di coprire i suoi oneri finanziari con il proprio reddito operativo. Questi valori aiutano a valutare il rischio di credito delle aziende, fornendo una metrica chiave per determinare la loro capacità di pagare gli interessi sul debito. Il foglio Risk-Free riporta i tassi di interesse privi di rischio per vari orizzonti temporali e paesi. Questi tassi sono cruciali per il calcolo del costo del capitale, poiché rappresentano il rendimento minimo atteso dagli investitori.

>	$\leq to$	Rating is	Spread is
-100000	0.199999	D2/D	20.00%
0.2	0.649999	C2/C	17.50%
0.65	0.799999	Ca2/CC	15.78%
0.8	1.249999	Caa/CCC	11.57%
1.25	1.499999	B3/B-	7.37%
1.5	1.749999	B2/B	5.26%
1.75	1.999999	B1/B+	4.55%
2	2.249999	Ba2/BB	3.13%
2.25	2.499999	Ba1/BB+	2.42%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	2.00%
3	4.249999	A3/A-	1.62%
4.25	5.499999	A2/A	1.42%
5.5	6.499999	A1/A+	1.23%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.85%
8.50	100000	Aaa/AAA	0.69%

Figura 10.22: Livelli di *Default Spread* associati agli *ICR* secondo *Damodaran*.

Il foglio Risk Free consente di avere una visione chiara e sintetica dell'andamento dei tassi risk-free su orizzonti temporali diversi. Le medie a 1, 3, 6, 12 e 24 mesi aiutano a catturare l'evoluzione nel tempo, permettendo di vedere come i tassi si muovono su scala breve e lunga. Questi dati sono fondamentali per costruire analisi previsionali, per esempio, nella valutazione del costo del capitale o nella stima di benchmark per il confronto con i rendimenti attesi. In particolare, i tassi medi su 1 o 3 mesi possono essere usati per valutare le condizioni di mercato a breve termine, ad esempio nelle decisioni di investimento a liquidità rapida, mentre le medie su 12 o 24 mesi forniscono una visione più stabile, utile per chi deve valutare scenari a lungo termine, come nel caso di analisi di obbligazioni a lungo termine o investimenti strategici in titoli di stato. Oltre alle medie, il foglio può contenere ulteriori statistiche descrittive, come la deviazione standard per misurare la volatilità dei tassi risk-free in ciascun periodo o la variazione percentuale rispetto a periodi precedenti, che permette di identificare tendenze significative nel mercato. In questo modo, si crea una solida base dati per costruire il modello di valutazione e per testare ipotesi di scenario sui tassi di interesse futuri.

<b>Set-up:</b>		<b>Date</b>	
<b>Field</b>	FG_YIELD	<b>1M</b>	01/12/2023
<b>Start</b>	31/12/2021	<b>3M</b>	01/10/2023
<b>End</b>	31/12/2023	<b>6M</b>	01/07/2023
<b>Frequency</b>	Daily	<b>12M</b>	01/01/2023
<b>Maturity</b>	10Y	<b>24M</b>	01/01/2022
	30Y		

Figura 10.23: *Input foglio Risk Free.*

Italy		Italy		UK		France	
TRYIT10Y-FDS		TRYIT30Y-FDS		TRYGB10Y-FDS		TRYFR10Y-FDS	
<b>Average 1M</b>	3,80925	<b>Average 1M</b>	4,39790	<b>Average 1M</b>	3,77435	<b>Average 1M</b>	2,64615
<b>Average 3M</b>	4,37046	<b>Average 3M</b>	4,89367	<b>Average 3M</b>	4,19662	<b>Average 3M</b>	3,11132
<b>Average 6M</b>	4,33145	<b>Average 6M</b>	4,81231	<b>Average 6M</b>	4,31282	<b>Average 6M</b>	3,11804
<b>Average 12M</b>	4,25709	<b>Average 12M</b>	4,60794	<b>Average 12M</b>	4,01306	<b>Average 12M</b>	2,99500
<b>Average 24M</b>	3,68642	<b>Average 24M</b>	4,01886	<b>Average 24M</b>	3,19764	<b>Average 24M</b>	2,34826

  

Date	FG_YIELD	Date	FG_YIELD	Date	FG_YIELD	Date	FG_YIELD
29/12/2023	3,742	29/12/2023	4,438	29/12/2023	3,534	29/12/2023	2,534
28/12/2023	3,573	28/12/2023	4,22	28/12/2023	3,471	28/12/2023	2,474
27/12/2023	3,504	27/12/2023	4,132	27/12/2023	3,456	27/12/2023	2,421
26/12/2023	3,56	26/12/2023	4,174	26/12/2023	3,496	26/12/2023	2,461
22/12/2023	3,56	22/12/2023	4,174	22/12/2023	3,496	22/12/2023	2,461
21/12/2023	3,591	21/12/2023	4,187	21/12/2023	3,537	21/12/2023	2,475
20/12/2023	3,614	20/12/2023	4,193	20/12/2023	3,546	20/12/2023	2,491
19/12/2023	3,632	19/12/2023	4,215	19/12/2023	3,637	19/12/2023	2,527
18/12/2023	3,757	18/12/2023	4,327	18/12/2023	3,695	18/12/2023	2,605
15/12/2023	3,719	15/12/2023	4,299	15/12/2023	3,674	15/12/2023	2,541
14/12/2023	3,814	14/12/2023	4,408	14/12/2023	3,76	14/12/2023	2,654
13/12/2023	3,936	13/12/2023	4,476	13/12/2023	3,848	13/12/2023	2,715
12/12/2023	3,998	12/12/2023	4,54	12/12/2023	3,962	12/12/2023	2,772
11/12/2023	4,05	11/12/2023	4,598	11/12/2023	4,08	11/12/2023	2,824
08/12/2023	4,034	08/12/2023	4,604	08/12/2023	3,991	08/12/2023	2,811

Figura 10.24: Scarico osservazioni giornaliere *Risk Free.*

Il file rappresenta un'analisi dettagliata per la valutazione aziendale tramite il metodo dei multipli. Integra dati di mercato e finanziari, parametri macroeconomici come il tasso di interesse privo di rischio e l'Equity Risk Premium per paese, nonché calcoli specifici relativi al WACC e alla capacità delle aziende di coprire i loro obblighi finanziari. Tutto ciò contribuisce a una valutazione accurata del valore delle aziende aeroportuali, garantendo che ogni aspetto del rischio e della performance finanziaria sia considerato.

### 10.3.2 Determinazione del valore con approccio dei Multipli di Borsa

I dati relativi alle società del campione sono stati ottenuti da fonti informative di mercato, e le quotazioni medie sono state calcolate su un periodo temporale di 120 giorni. Attualmente, i moltiplicatori di borsa EV/EBITDA variano tra 10,8x (2023) e 9,4x (2025), per le società del campione. Questi moltiplicatori sono stati applicati all'EBITDA previsto per il periodo 2023-2025 della società, basato sulle proiezioni economico-finanziarie elaborate dal management.

Multipli di Borsa				
€ '000	2023	2024	2025	2026
EBITDA	5.621	5.037	7.266	8.687
EV/EBITDA	10,8x	10,1x	9,4x	9,4x
Enterprise Value	60.839	50.733	68.048	81.355
PFN	(7.222)	(7.222)	(7.222)	(7.222)
<b>Equity Value (100%)</b>	<b>68.061</b>	<b>57.955</b>	<b>75.271</b>	<b>88.577</b>
<b>Equity Value pro-quota (45%)</b>	<b>30.628</b>	<b>26.080</b>	<b>33.872</b>	<b>39.860</b>

Figura 10.25: Tabella riassuntiva multipli di borsa.

Infine, l'Equity Value della società viene determinato sottraendo dall'Enterprise Value, ottenuto attraverso l'applicazione dei moltiplicatori, il valore dell'indebitamento netto (PFN) consolidato al 31 dicembre 2023. Nel dettaglio, utilizzando un moltiplicatore di 9,4x, il valore complessivo dell'Equity Value per il 100 per cento della società risulta essere di 75 milioni di euro, mentre il valore pro quota, per una partecipazione del 45 per cento, ammonta a 33,75 milioni di euro. Con un moltiplicatore di 10,1x, il valore del 100 per cento della società è pari a 58 milioni di euro, e il valore pro quota (45 per cento) è 26,1 milioni di euro. Infine, applicando un moltiplicatore di 10,8x, l'Equity Value per il 100 per cento della società sale a 68 milioni di euro, e il valore pro quota corrisponde a 30,6 milioni di euro.

## 10.4 Transazioni Comparabili

I moltiplicatori utilizzati sono stati derivati dai valori di scambio relativi a transazioni riguardanti società europee del settore aeroportuale, completate al di fuori dei mercati regolamentati. Si è preso in considerazione sia l'intero campione di operazioni rilevate, sia, separatamente, le sole operazioni relative a società italiane. Inoltre, sono stati analizzati campioni distinti, comprendenti transazioni con una quota di partecipazione superiore e inferiore al 50 per cento, oltre al campione completo.

Comparable transaction (Stake >50%)			
Target	Bidder	Date	EV/EBITDA
Budapest Airport Zrt	VINCI SA; Corvinus Nemzetkozi Befektetesi Zrt; Hungari	06/06/2024	20,4x
Gatwick Airport Ltd	VINCI Airports S.A.S.	14/05/2019	20,2x
Save S.p.A.	Finint Corporate Advisors and Other investors	04/02/2017	16,9x
London City Airport Limited	Ontario Teachers' Pension Plan and Other investors	02/26/2016	48,8x
Aeroporto di Firenze S.p.A.	Toscana Aeroporti SpA	01/06/2015	16,3x
Aerodrom Ljubljana d.o.o.*	Fraport AG	24/11/2014	21,9x
Bristol Airport Limited	Ontario Teachers' Pension Plan	30/09/2014	7,1x
London Luton	Aeropuertos Espanoles / Navegacion Aerea /AXA	01/08/2013	11,1x
Hochtief Airport	PSP Investments	07/05/2013	10,9x
Gemina	Atlantia	08/03/2013	11,5x
ANA	Vinci Airports	01/01/2013	15,0x
BAA (Stansted Airport)	Manchester Airport Group	01/01/2013	15,6x
SAGAT	F2i Fondo I	01/12/2012	8,5x
BAA (Edinburgh Airport)	Global Infrastructure Partners	01/04/2012	16,2x
Gesac	F2i Fondo I	21/12/2010	10,6x
<b>Average</b>			<b>16,7x</b>
<b>Median</b>			<b>15,6x</b>

Figura 10.26: Transazioni comparabili con *Stake* maggiore 50 per cento.

Comparable transaction (Stake <50%)			
Target	Bidder	Date	EV/EBITDA
Aéroports de Paris SA (1.59% Stake)	Canada Pension Plan Investment Board	16/11/2022	12,3x
Aéroports de Paris SA (2.5% Stake)	Predica Prevoyance Dialogue du Credit Agricole SA; Cre	10/11/2022	18,5x
Brussels Airport Co SA/NV (36% Stake)	Swiss Life Holding AG ; QIC Ltd; APG Groep NV	30/09/2019	23,1x
London Luton Airport Operations Ltd (4% AMP Capital Investors Limited		26/06/2018	20,1x
Leeds Bradford International Airport Lim	AMP Capital Investors Limited	30/11/2017	30,2x
Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna	Mundys SpA	04/09/2017	24,6x
Copenhagen Airports A/S	Ontario Teachers' Pension Plan; ATP Group	09/13/2017	16,5x
Save S.p.A.	Atlantia SpA	09/19/2016	12,0x
Flughafen Wien AG	Airports Group Europe S.a r.l.	03/14/2016	9,3x
BAA Airports Limited	Universities Superannuation Scheme	01/10/2013	11,6x
SAVE	Morgan Stanley	01/10/2013	9,9x
Aéroports de Paris	Vinci	01/07/2013	9,4x
Gemina	Financial Markets	01/05/2013	8,3x
SEA	F2i Fondo I (5,96%) e Fondo II (8,6%)	01/12/2012	8,2x
TAV Airports	Aéroports de Paris	01/05/2012	12,3x
SEA	F2i Fondo I	01/12/2011	9,6x
Aeroporto di Pisa	Savimag Srl - Fada S.p.A.	01/06/2011	12,0x
Gesac	F2i Fondo I	17/03/2011	7,7x
<b>Average</b>			<b>14,2x</b>
<b>Median</b>			<b>12,0x</b>
Max			30,2x
Min			7,7x
<b>Media senza estremi</b>			<b>13,6x</b>

Figura 10.27: Transazioni comparabili con *Stake inferiore 50 per cento*.

Sul campione completo sono stati calcolati diversi parametri statistici, tra cui la media, la mediana, il valore minimo e massimo, nonché la media depurata dagli estremi del moltiplicatore EV/EBITDA.

### 10.4.1 Determinazione del valore con approccio delle Transazioni Comparabili

Gli indicatori utilizzati sono analoghi a quelli dei multipli di borsa e fanno riferimento al rapporto tra il valore del capitale investito operativo (Enterprise Value, EV) e il margine operativo lordo (EBITDA). I moltiplicatori delle transazioni comparabili si collocano in un intervallo compreso tra 12,2x per quanto concerne il campione italiano e 14,5x per il campione completo. Per il calcolo del multiplo sono stati applicati all'EBITDA 2023 della società per determinare il suo valore. Come vediamo nella tabella allegata, per un moltiplicatore di 10,29x applicato al campione completo, l'Equity Value calcolato con il metodo delle transazioni comparabili risulta essere pari a 76 milioni di euro, con un valore pro quota (45 per cento) di 34,1 milioni di euro. Nel campione completo, con un moltiplicatore di 14,5x, l'EV raggiunge 88,9 milioni di euro, mentre il valore pro quota è pari a 40 milioni di euro. Tali valori elevati potrebbero essere attribuiti alla natura delle transazioni e agli elevati moltiplicatori applicati, i quali possono essere giustificati da sinergie o da ope-

Multipli transazioni comparabili			
Target	Bidder	Data	EV/EBITDA
Budapest Airport Zrt	VINCI SA; Corvinus Nemzetk az i Befektetes i Zrt; Hungari	06/06/2024	20,4x
Gatwick Airport Ltd	VINCI Airports S.A.S.	14/05/2019	20,2x
Save S.p.A.	Finint Corporate Advisors and Other investors	04/02/2017	16,9x
London City Airport Limited	Ontario Teachers' Pension Plan and Other investors	02/26/2016	48,8x
Aeroporto di Firenze S.p.A.	Toscana Aeroporti SpA	01/06/2015	16,3x
Aerodrom Ljubljana d.o.o.*	Fraport AG	24/11/2014	21,9x
Bristol Airport Limited	Ontario Teachers' Pension Plan	30/09/2014	7,1x
London Luton	Aeropuertos Espanoles / Navegacion Aerea /AXA	01/08/2013	11,1x
Hochtief Airport	PSP Investments	07/05/2013	10,9x
Gemina	Atlantia	08/03/2013	11,5x
ANA	Vinci Airports	01/01/2013	15,0x
BAA (Stans ted Airport)	Manchester Airport Group	01/01/2013	15,6x
SAGAT	F2i Fondo I	01/12/2012	8,5x
BAA (Edinburgh Airport)	Global Infras tructure Partners	01/04/2012	16,2x
Gesac	F2i Fondo I	21/12/2010	10,6x
Aeroports de Paris SA (1,59% Stake)	Canada Pens ion Plan Invest ment Board	16/11/2022	12,3x
Aeroports de Paris SA (2,5% Stake)	Predica Prevoyance Dialogue du Credit Agricole SA; Cre	10/11/2022	18,5x
Brussels Airport Co SA/NV (36% Stake)	Swiss Life Holding AG ; QIC Ltd; APG Groep NV	30/09/2019	23,1x
London Luton Airport Operations Ltd (46%)	AMP Capital Investors Limited	26/06/2018	20,1x
Leeds Bradford International Airport Lim	AMP Capital Investors Limited	30/11/2017	30,2x
Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologn	Mundys SpA	04/09/2017	24,6x
Copenhagen Airports A/S	Ontario Teachers' Pension Plan; ATP Group	09/13/2017	16,5x
Save S.p.A.	Atlantia SpA	09/19/2016	12,0x
Flughafen Wien AG	Airports Group Europe S.a r.l.	03/14/2016	9,3x
BAA Airports Limited	Univers ities Supeannuation Scheme	01/10/2013	11,6x
SAVE	Morgan Stanley	01/10/2013	9,9x
Aéroports de Paris	Vinci	01/07/2013	9,4x
Gemina	Financial Markets	01/05/2013	8,3x
SEA	F2i Fondo I (5,96%) e Fondo II (8,6%)	01/12/2012	8,2x
TAV Airports	Aéroports de Paris	01/05/2012	12,3x
SEA	F2i Fondo I	01/12/2011	9,6x
Aeroporto di Pisa	Savimag Srl - Fada S.p.A.	01/06/2011	12,0x
Gesac	F2i Fondo I	17/03/2011	7,7x
<b>Campione Completo</b>			
<b>Media</b>			<b>15,4x</b>
Mediana			12,3x
Max			48,8x
Min			7,1x
<b>Media senza estremi</b>			<b>14,5x</b>
<b>Campione Italiano</b>			
<b>Media senza estremi</b>			<b>12,2x</b>

Figura 10.28: Transazioni comparabili intero campione.

razioni strategiche particolarmente rilevanti. Ad esempio, nella stessa analisi si osservano moltiplicatori molto alti come 48,8x, 30,2x, e 24x, che alzano notevolmente la media del campione. In particolare, queste cifre si riferiscono ad operazioni di acquisizione relative agli aeroporti di Leeds e Londra come target, il che riflette l'importanza strategica di queste transazioni.

<b>Multipli transazioni comparabili</b>		
<b>€ '000</b>	<b>Campione Italiano Completo</b>	
EBITDA	5.621	5.621
EV/EBITDA	12,2x	14,5x
Enterprise Value	68.698	81.746
PFN	(7.222)	(7.222)
<b>Equity Value</b>	<b>75.920</b>	<b>88.968</b>
<b>Equity Value pro-quota (45%)</b>	<b>34.164</b>	<b>40.036</b>

Figura 10.29: Multipli di borsa derivati da transazioni comparabili.

# Capitolo 11

## Considerazioni Finali

Il presente elaborato ha come obiettivo principale l'approfondimento delle metodologie valutative applicabili alle società di gestione aeroportuale, un settore complesso che presenta caratteristiche specifiche sia sul piano operativo che economico-finanziario. La ricerca ha sottolineato l'importanza di adottare strumenti di valutazione aziendale che tengano conto delle peculiarità strutturali e normative proprie di tali società, specialmente nel contesto del partenariato pubblico-privato (PPP) in cui esse operano. Uno degli aspetti più rilevanti emersi dall'analisi riguarda l'adattamento delle metodologie di valutazione tradizionali, come il Discounted Cash Flow (DCF) e il metodo dei Multipli, al particolare modello di business delle società aeroportuali. Queste imprese si caratterizzano per la loro dipendenza da concessioni pubbliche e per la gestione di infrastrutture complesse, che richiedono significativi investimenti per il mantenimento e lo sviluppo. Inoltre, le fonti di ricavo si suddividono tra ricavi aeronautici e non aeronautici, con un crescente peso dei secondi, derivanti principalmente dallo sviluppo delle attività commerciali all'interno degli aeroporti. Questo rende necessario un approccio valutativo che consideri una vasta gamma di fattori, non sempre presenti in altri settori. Il metodo DCF si è rivelato il più idoneo per rappresentare il valore intrinseco delle società di gestione aeroportuale, poiché consente di attualizzare i flussi di cassa futuri tenendo in considerazione il rischio specifico del settore. Tuttavia, questo metodo presenta alcune limitazioni, in particolare per quanto riguarda la difficoltà di prevedere con precisione i flussi di cassa in un contesto così mutevole. Fattori come il traffico aereo, la regolamentazione e le dinamiche economiche globali possono influenzare in modo significativo le performance delle società aeroportuali. È emersa, inoltre, l'importanza di calcolare il Weighted Average

Cost of Capital (WACC) e il tasso di sconto in modo coerente con la struttura di capitale dell'azienda e con i rischi associati al settore. La sensibilità del DCF a tali parametri richiede una rigorosa analisi del rischio specifico, legato a fattori esterni come l'andamento del traffico passeggeri, le normative governative e l'evoluzione tecnologica. Accanto al DCF, l'uso dei multipli di mercato e delle transazioni comparabili ha offerto una visione complementare, permettendo di confrontare la società con altre realtà simili e valutare la sua posizione relativa nel mercato. Tuttavia, le specificità del settore aeroportuale richiedono un'accurata selezione dei parametri comparabili. L'applicazione di queste metodologie all'interno del business plan di una società italiana ha dimostrato come un'analisi integrata possa ridurre l'incertezza derivante dall'uso di un singolo metodo, migliorando così l'affidabilità della stima complessiva del valore. Dall'analisi dei quattro metodi di valutazione — DCF, Dividend Discount Model (DDM), Multipli di Borsa e Transazioni Comparabili — emergono differenze significative nei risultati, ciascuno riflettendo le particolari caratteristiche del metodo applicato. Il DCF ha restituito un Equity Value di 49,2 milioni di euro, basato su proiezioni di flussi di cassa futuri attualizzati con un WACC del 9,51 per cento. Questo metodo è fortemente influenzato dalle ipotesi sui flussi di cassa e dal tasso di sconto: una riduzione del WACC comporterebbe un aumento del valore, mentre un incremento lo ridurrebbe. In particolare, la determinazione del Terminal Value, attualizzato con un tasso di sconto del 2047 pari all'11,2 per cento, ha avuto un ruolo centrale nel calcolo dell'Enterprise Value complessivo di 42 milioni di euro, a cui si è aggiunta una posizione finanziaria netta di 7,2 milioni di euro, per giungere all'Equity Value finale. L'analisi di sensitività ha rivelato che il DCF è particolarmente suscettibile ai cambiamenti nei parametri di input, rendendo il risultato dipendente dalle previsioni finanziarie. Il Dividend Discount Model (DDM), invece, ha prodotto un Equity Value inferiore, pari a 35,47 milioni di euro, poiché si concentra esclusivamente sui dividendi futuri e sul costo del capitale proprio (KE). Essendo più conservativo rispetto al DCF, il DDM esclude la crescita potenziale derivante dai flussi di cassa operativi, limitando così il suo valore in contesti in cui si prevede una crescita significativa della società. L'analisi di sensitività ha evidenziato come piccole variazioni del KE possano influire in modo rilevante sul valore pro quota (45 per cento), con oscillazioni comprese tra 15,45 e 16,48 milioni di euro. Il metodo basato sui Multipli di Borsa ha prodotto un intervallo di valori più ampio, compreso tra 58 e 75 milioni di euro, in funzione del moltiplicatore EV/EBITDA applicato, variabile tra 9,4x

e 10,8x. Questo approccio riflette la percezione del mercato e le condizioni economiche generali, ma è maggiormente esposto alla volatilità dei mercati finanziari. Il valore pro quota del 45- per cento varia tra 26,1 e 33,75 milioni di euro, a testimonianza della sensibilità di questo metodo alle fluttuazioni economiche. Infine, il metodo delle Transazioni Comparabili ha restituito i valori più elevati, con un Equity Value compreso tra 76 e 88,9 milioni di euro, e un valore pro quota variabile tra 34,1 e 40 milioni di euro. Questo risultato è spiegabile dalla natura strategica delle transazioni nel settore aeroportuale, spesso associate a premi di controllo e sinergie derivanti dalle acquisizioni. In particolare, i multipli applicati nelle operazioni relative agli aeroporti di Leeds e Londra hanno raggiunto valori molto elevati (48,8x, 30,2x, 24x), giustificati dall'importanza strategica delle infrastrutture coinvolte. In conclusione, l'adozione di una metodologia flessibile e dinamica è cruciale per la valutazione delle società di gestione aeroportuale, date le peculiarità e la complessità del settore. L'integrazione di più metodi di valutazione permette di ottenere una visione più completa e articolata del valore della società, riducendo le incertezze legate all'uso di un singolo approccio. Mentre il DCF fornisce una stima dettagliata e precisa, esso risulta sensibile ai flussi di cassa e ai tassi di sconto; il DDM, seppur più conservativo, può sottovalutare la crescita potenziale della società. I Multipli di Borsa, sebbene riflettano il sentiment del mercato, sono soggetti a volatilità, mentre le Transazioni Comparabili tendono a fornire valori più elevati grazie ai premi di controllo e alle sinergie strategiche. Pertanto, l'utilizzo integrato di questi metodi consente una valutazione più accurata e consapevole, capace di riflettere in modo realistico i rischi e le opportunità del settore aeroportuale, richiedendo tuttavia un costante aggiornamento delle metodologie in risposta ai cambiamenti economici e normativi.

# Capitolo 12

## Modello Excel

### Foglio KPIs

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028
Ricavi	14.795.230	14.951.203	17.513.289	19.494.125	20.349.548	21.714.318	23.203.937
Costi del Personale	5.024.060	5.301.920	5.630.236	6.035.443	6.241.688	6.529.247	6.984.006
Costi per Servizi Totali	2.085.027	2.219.999	2.286.320	2.347.889	2.374.642	2.416.190	2.458.592
Costi per Servizi generali	914.259	922.771	943.892	963.616	973.793	986.036	1.002.614
Costi Per Servizi Industriali	1.170.801	1.297.228	1.342.428	1.384.271	1.400.849	1.428.154	1.456.078
Costi Operativi Totali	9.173.884	9.914.701	10.247.527	10.807.590	11.092.090	11.498.214	12.076.086
EBITDA	5.621.346	5.036.502	7.265.762	8.686.536	9.257.458	10.216.104	11.127.851
Totale PAX	780.914	805.585	910.045	1.014.153	1.056.393	1.130.197	1.209.164
Totale HC	111	112	117	126	130	137	144
Totale FTE	99	100	104	112	116	121	127
Numero di stalli	1.049	1.049	1.049	1.049	1.049	1.049	1.049
Stalli Multipiano	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Ita ponderati	25,917	25,917	25,917	25,917	25,917	25,917	25,917

KPI	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028	CAGR	Variaz. Ast. BP
Ricavi per PAX (€)	19,0	18,6	19,2	19,2	19,3	19,2	19,2	0,2%	1,2%
Opex per PAX (€)	11,8	12,3	11,3	10,7	10,5	10,2	10,0	-2,7%	-15,0%
EBITDA per PAX (€)	7,2	6,3	8,0	8,6	8,8	9,0	9,2	4,2%	27,8%
Costo del Personale per PAX (€)	6,4	6,6	6,2	6,0	5,9	5,8	5,8	-1,8%	-10,3%
Costo per Servizi per PAX (€)	2,7	2,8	2,5	2,3	2,2	2,1	2,0	-4,4%	-23,9%
Ricavi per HC (€)	133,290	133,442	149,686	154,792	156,076	158,849	161,602	3,3%	21,2%
EBITDA per HC (€)	50,643	44,952	62,101	68,975	71,002	74,735	77,499	7,3%	53,0%

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028
Ricavi parcheggi	1.255.903	1.422.998	1.616.967	1.813.213	1.902.096	2.048.958	2.207.327
Ricavi sosta breve	-	249.833	279.205	308.477	320.345	341.091	363.287
Ricavi multipiano	-	109.615	123.872	138.080	143.841	153.910	164.684
Ricavi da parcheggi netto multipiano	-	1.063.549	1.213.891	1.366.656	1.437.910	1.553.956	1.679.357
Stalli lunga sosta	1.049	1.049	1.049	1.049	1.049	1.049	1.049
Stalli multipiano intermodale	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500	1.500
Stalli sosta breve	65	65	65	65	65	65	65
Food & Beverage	348.303	364.988	420.133	475.867	498.590	538.616	581.809
Retail	7.996	90.336	147.456	171.955	187.032	208.581	232.229
Rent a car	270.221	315.000	345.726	375.467	387.216	407.546	428.941
Real estate e altre	127.902	162.587	168.288	241.327	243.147	242.726	244.583
Advertising	199.811	400.000	508.526	566.854	590.504	631.842	676.069
Salv. Vip	149.065	153.936	173.957	193.910	202.000	216.141	231.270
Biglietteria	151.806	151.806	151.806	151.806	151.806	151.806	151.806
Altri ricavi	112.750	692.116	321.519	328.591	331.968	336.898	341.904
Costi del Personale	5.024.060	5.301.920	5.630.236	6.035.443	6.241.688	6.529.247	6.984.006
Manutenzioni	395.888	399.719	425.712	440.361	445.872	455.236	464.796
Costi per servizi Industriali	1.170.801	1.297.228	1.342.428	1.384.271	1.400.849	1.428.154	1.456.078
Utilities	500.851	505.860	510.918	516.027	521.188	526.400	531.663
Costi commerciali non finanziari	242.829	396.565	227.261	224.976	228.104	233.572	239.422
Servizi generali e consulenze	1.234.974	1.212.771	1.243.892	1.273.618	1.293.793	1.318.036	1.342.514
Altri costi	604.530	800.639	867.080	932.894	960.595	1.007.570	1.057.608

KPI	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2028	CAGR	Variaz. Ast. BP
Ricavi regolamentati	30,8	27,4	29,7	29,6	29,6	29,6	29,6	-0,7%	-3,9%
Ricavo per stallo	-	2,8	3,2	3,6	3,8	4,1	4,4	9,6%	57,9%
Ricavo stallo multipiano	-	0,20	0,23	0,25	0,26	0,28	0,30	8,5%	50,2%
Ricavo parcheggio kiss&go	-	10,5	11,8	13,0	13,5	14,4	15,3	7,8%	45,4%
Ricavo Food& Beverage	0,89	0,91	0,92	0,94	0,94	0,95	0,96	1,3%	7,8%
Retail	0,02	0,22	0,32	0,34	0,35	0,37	0,38	63,0%	1774,2%
Rent a car	0,69	0,78	0,76	0,74	0,73	0,72	0,71	0,4%	2,5%
Real estate e altre	0,33	0,40	0,37	0,48	0,46	0,43	0,40	3,6%	23,4%
Advertising	0,26	0,50	0,56	0,56	0,56	0,56	0,56	13,9%	118,4%
Salv. Vip	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,0%	0,1%
Biglietteria	0,39	0,38	0,33	0,30	0,29	0,27	0,25	-7,0%	-35,5%
Costi del Personale	6,44	6,58	6,19	5,95	5,91	5,78	5,78	-1,8%	-10,3%
Manutenzioni	0,51	0,50	0,47	0,43	0,42	0,40	0,38	-4,5%	-24,2%
Costi per servizi Industriali	1,50	1,61	1,48	1,36	1,33	1,26	1,20	-3,6%	-19,7%
Utilities	19,33	19,52	19,71	19,91	20,11	20,31	20,51	1,0%	6,2%
Costi commerciali non finanziari	0,31	0,49	0,25	0,22	0,22	0,21	0,20	-7,3%	-36,4%
Servizi generali e consulenze	1,58	1,51	1,37	1,26	1,22	1,17	1,11	-5,7%	-29,8%
Altri costi	0,77	0,99	0,95	0,92	0,91	0,89	0,87	2,0%	12,9%

# Foglio Valutazione

	1	2	3	4	6	7	8	9	12	15	18	21	22	23	24	
<b>DCF</b>																
€ '000	2024	2025	2026	2027	2028	2030	2031	2032	2035	2038	2041	2044	2045	2046	2047	
EBIT	3.225	5.556	7.048	6.162	6.362	7.237	8.184	9.073	12.746	15.241	18.124	20.303	21.257	21.701	22.246	
Imposte figurative	28,25%	(911)	(1.569)	(1.991)	(1.741)	(1.797)	(2.044)	(2.312)	(2.563)	(3.601)	(4.306)	(5.120)	(5.736)	(6.005)	(6.130)	(6.284)
NOPAT	2.314	3.986	5.057	4.421	4.565	5.192	5.872	6.510	9.145	10.936	13.004	14.568	15.252	15.570	15.961	
Ammortamenti e accantonamenti	1.812	1.710	1.639	3.095	4.766	4.832	4.905	5.121	5.356	4.782	4.021	4.065	3.820	4.104	4.307	
Gross Cash Flow	4.125	5.696	6.696	7.517	9.331	10.024	10.776	11.631	14.502	15.718	17.025	18.633	19.071	19.674	20.268	
Variazione CCN	(4.206)	(263)	(700)	(323)	53	59	(103)	(113)	(173)	(204)	(228)	(136)	(145)	(210)	(65)	
Capex	(13.746)	(1.000)	(12.134)	(9.777)	(3.705)	(6.700)	(5.420)	(2.900)	(1.420)	(2.400)	(3.500)	(2.700)	(4.500)	(4.000)	(200)	
Fondo rischi e oneri	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
FCFO	(13.626)	4.433	(6.138)	(2.583)	5.679	3.383	5.253	8.618	12.908	13.114	13.297	15.797	14.426	15.464	20.003	
Scudo Fiscale	53	53	149	143	113	97	80	63	13	-	-	-	-	-	-	
Gestione Finanziaria	(220)	(220)	(619)	(598)	(471)	(404)	(334)	(261)	(54)	-	-	-	-	-	-	
Delta altre attività non correnti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Fondo TFR	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(11)	(11)	(11)	(11)	(10)	(10)	(10)	(10)	(10)	
Delta Patrimonio Netto	-	-	-	(1.378)	(1.190)	(2.945)	(3.420)	(5.618)	(8.073)	(10.243)	(12.369)	(14.049)	(14.568)	(15.252)	(15.570)	
NetFree Cash Flow	(14.005)	4.254	(6.621)	(4.425)	4.119	120	1.568	2.790	4.783	2.860	918	1.738	(151)	202	4.423	
PFM BoP	(7.222)	6.771	2.505	9.114	12.739	8.608	8.476	6.897	934	(5.150)	(11.292)	(17.709)	(19.457)	(19.316)	(19.528)	
Net Free Cash Flow	14.005	(4.254)	6.621	4.425	(4.119)	(120)	(1.568)	(2.790)	(4.783)	(2.860)	(918)	(1.738)	151	(202)	(4.423)	
PFM EOP	6.783	2.517	9.126	13.539	8.620	8.488	6.909	4.107	(9.848)	(8.010)	(12.211)	(19.447)	(19.306)	(19.518)	(23.551)	
Check	-	-	-	-	0,0	-	(0,0)	(0,0)	(0,0)	0,0	-	0,0	(0,0)	0,0	(0,0)	
WACC	0,5%															
g rate	0,0%															
Discount Factor	91,3%	83,3%	70,1%	60,5%	57,0%	52,0%	48,3%	44,1%	33,5%	25,5%	10,4%	14,8%	13,5%	12,3%	11,2%	
FCFO attualizzati	(12.622)	3.695	(4.671)	(1.795)	3.288	1.788	2.535	3.797	4.328	3.345	2.581	2.333	1.945	1.904	2.248	
Periodo Esplicito 2023-2047	39.636															
TV	21.136															
TV Attualizzato	2.376															
EV	42.011															
PFM	(7.222)															
Equity Value (100%)	45.233															
Equity Value pro-quota (45%)	22.155															
	2023	2024														
EV/EBIT DA	7,6x	8,3x														

WACC	
9,0%	6,6%
10,0%	10,5%
23.889	22.166
20.559	19.088

	1	2	3	4	6	7	8	9	12	15	18	21	22	23	24
<b>Dividend Discount Model</b>															
€ '000	2024	2025	2026	2027	2028	2030	2031	2032	2035	2038	2041	2044	2045	2046	2047
Dividendi	-	-	-	1.376	1.190	2.945	3.420	5.618	8.073	10.243	12.369	14.049	14.568	15.252	15.570
Terminal Value	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ke	11,1%														
Discount factor	90%	81%	73%	66%	53%	48%	43%	39%	28%	21%	15%	11%	10%	9%	8%
Flussi di cassa attualizzati	-	-	-	903	633	1.410	1.474	2.180	2.284	2.114	1.862	1.542	1.440	1.357	1.247
T Flussi attualizzati	35.470,5														
Equity Value (100%)	35.470,5														
Equity Value pro-quota (45%)	15.962														
	2023	2024													
EV/EBIT DA	8,3x	7,6x													

Ke	
10,8%	11,1%
11,3%	11,6%
16.488	16.962
15.456	14.969

Multipli di Borsa				
€ '000	2023	2024	2025	2026
EBITDA	5.621	5.037	7.266	8.687
EV/EBITDA	10,8x	10,1x	9,4x	9,4x
Enterprise Value	60.839	50.733	68.048	81.355
PFN	(7.222)	(7.222)	(7.222)	(7.222)
Equity Value (100%)	68.061	57.955	75.271	88.577
Equity Value pro-quota (45%)	30.628	26.080	33.872	39.860

Multipli transazioni comparabili (minoranze)		
€ '000	2023	2024
EBITDA	5.621	5.037
EV/EBITDA (minoranze)	13,6x	13,6x
Enterprise Value	76.526	68.565
PFN	(7.222)	(7.222)
Equity Value	83.748	75.787
Equity Value pro-quota (45%)	37.687	34.104

Multipli transazioni comparabili		
€ '000	Campione Italiano Completo	
EBITDA	5.621	5.621
EV/EBITDA	12,2x	14,0x
Enterprise Value	68.698	78.806
PFN	(7.222)	(7.222)
Equity Value	75.920	86.028
Equity Value pro-quota (45%)	34.164	38.712

Summary		
Metodo di valutazione (€mln)	Min	Max
Discounted Cash Flow	15,5	23,9
EV/EBITDA (2023) implicito	7,5x	8,3x
Dividend Discount Model	15,5	16,5
Equity Value/EBITDA (2023) implicito	6,3x	7,0x
Multipli di borsa	26,1	33,9
EV/EBITDA (2023) implicito	9,4x	10,8x
Multipli transazioni comparabili	34,2	38,7
EV/EBITDA (2023) implicito	12,2x	14,0x

## Foglio Transazioni Comparabili

Comparable transaction (Stake >50%)			
Target	Bidder	Date	EV/EBITDA
Budapest Airport Zrt	VINCI SA; Corvinus Nemzetkozi Befektetesi Zrt; Hungari	08/06/2024	20,4x
Gatwick Airport Ltd	VINCI Airports S.A.S.	14/05/2019	20,2x
Save S.p.A.	Finint Corporate Advisors and Other investors	04/02/2017	16,9x
London City Airport Limited	Ontario Teachers' Pension Plan and Other investors	02/28/2016	48,8x
Aeroporto di Firenze S.p.A.	Toscana Aeroporti SpA	01/08/2015	16,3x
Aerodrom Ljubljana d.o.o.*	Fraport AG	24/11/2014	21,9x
Bristol Airport Limited	Ontario Teachers' Pension Plan	30/09/2014	7,1x
London Luton	Aeropuertos Espanoles / Navegacion Aerea /AXA	01/08/2013	11,1x
Hochtief Airport	PSP Investments	07/05/2013	10,9x
Gemina	Atlantia	08/03/2013	11,5x
ANA	Vinci Airports	01/01/2013	15,0x
BAA (Stansted Airport)	Manchester Airport Group	01/01/2013	15,6x
SAGAT	F2i Fondo I	01/12/2012	8,5x
BAA (Edinburgh Airport)	Global Infrastructure Partners	01/04/2012	16,2x
Gesac	F2i Fondo I	21/12/2010	10,6x
<b>Average</b>			<b>16,7x</b>
<b>Median</b>			<b>15,6x</b>

Comparable transaction (Stake <50%)			
Target	Bidder	Date	EV/EBITDA
Aéroports de Paris SA (1,59% Stake)	Canada Pension Plan Investment Board	16/11/2022	12,3x
Aéroports de Paris SA (2,5% Stake)	Predica Prevoyance Dialogue du Credit Agricole SA; Crc	10/11/2022	18,5x
Brussels Airport Co SA/NV (36% Stake)	Swiss Life Holding AG ; QIC Ltd; APG Groep NV	30/09/2019	23,1x
London Luton Airport Operations Ltd (41AMP Capital Investors Limited		28/06/2018	20,1x
Leeds Bradford International Airport Lim	AMP Capital Investors Limited	30/11/2017	30,2x
Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologn	Mundys SpA	04/09/2017	24,6x
Copenhagen Airports A/S	Ontario Teachers' Pension Plan; ATP Group	09/13/2017	16,5x
Save S.p.A.	Atlantia SpA	09/19/2016	12,0x
Flughafen Wien AG	Airports Group Europe S.a.r.l.	03/14/2016	9,3x
BAA Airports Limited	Universities Superannuation Scheme	01/10/2013	11,6x
SAVE	Morgan Stanley	01/10/2013	9,9x
Aéroports de Paris	Vinci	01/07/2013	9,4x
Gemina	Financial Markets	01/05/2013	8,3x
SEA	F2i Fondo I (5,96%) e Fondo II (8,6%)	01/12/2012	8,2x
TAV Airports	Aéroports de Paris	01/05/2012	12,3x
SEA	F2i Fondo I	01/12/2011	9,6x
Aeroporto di Pisa	Savimag Srl - Fada S.p.A.	01/06/2011	12,0x
Gesac	F2i Fondo I	17/03/2011	7,7x
<b>Average</b>			<b>14,2x</b>
<b>Median</b>			<b>12,0x</b>
Max			30,2x
Min			7,7x
<b>Media senza estremi</b>			<b>13,6x</b>

Multipli transazioni comparabili			
Target	Bidder	Data	EV/EBITDA
Budapest Airport Zrt	VINCI SA; Corinus Nemzetkozi Befektetesi Zrt; Hungari	08/06/2024	20,4x
Gatwick Airport Ltd	VINCI Airports S.A.S.	14/05/2019	20,2x
Save S.p.A.	Finint Corporate Advisors and Other investors	04/02/2017	16,9x
London City Airport Limited	Ontario Teachers' Pension Plan and Other investors	02/26/2016	
Aeroporto di Firenze S.p.A.	Toscana Aeroporti SpA	01/06/2015	16,3x
Aerodrom Ljubljana d.o.o.*	Fraport AG	24/11/2014	21,9x
Bristol Airport Limited	Ontario Teachers' Pension Plan	30/09/2014	7,1x
London Luton	Aeropuertos Espanoles / Navegacion Aerea /AXA	01/08/2013	11,1x
Hochtief Airport	PSP Investments	07/05/2013	10,9x
Gemina	Atlantia	08/03/2013	11,5x
ANA	Vinci Airports	01/01/2013	15,0x
BAA (Stansted Airport)	Manchester Airport Group	01/01/2013	15,6x
SAGAT	F2i Fondo I	01/12/2012	8,5x
BAA (Edinburgh Airport)	Global Infrastructure Partners	01/04/2012	16,2x
Gesac	F2i Fondo I	21/12/2010	10,6x
Aéroports de Paris SA (1,59% Stake)	Canada Pension Plan Investment Board	16/11/2022	12,3x
Aéroports de Paris SA (2,5% Stake)	Predica Prevoyance Dialogue du Credit Agricole SA; Cre	10/11/2022	18,5x
Brussels Airport Co SA/NV (36% Stake Swiss Life Holding AG ; QIC Ltd; APG Groep NV		30/09/2019	23,1x
London Luton Airport Operations Ltd (41AMP Capital Investors Limited		28/06/2018	20,1x
Leeds Bradford International Airport Lim AMP Capital Investors Limited		30/11/2017	30,2x
Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologn Mundys SpA		04/09/2017	24,6x
Copenhagen Airports A/S	Ontario Teachers' Pension Plan; ATP Group	09/13/2017	16,5x
Save S.p.A.	Atlantia SpA	09/19/2016	12,0x
Flughafen Wien AG	Airports Group Europe S.a.r.l.	03/14/2016	9,3x
BAA Airports Limited	Universities Superannuation Scheme	01/10/2013	11,6x
SAVE	Morgan Stanley	01/10/2013	9,9x
Aéroports de Paris	Vinci	01/07/2013	9,4x
Gemina	Financial Markets	01/05/2013	8,3x
SEA	F2i Fondo I (5,96%) e Fondo II (8,6%)	01/12/2012	8,2x
TAV Airports	Aéroports de Paris	01/05/2012	12,3x
SEA	F2i Fondo I	01/12/2011	9,6x
Aeroporto di Pisa	Savimag Srl - Fada S.p.A.	01/06/2011	12,0x
Gesac	F2i Fondo I	17/03/2011	7,7x
<b>Campione Completo</b>			
<b>Media</b>			<b>14,3x</b>
Mediana			12,2x
Max			30,2x
Min			7,1x
<b>Media senza estremi</b>			<b>14,0x</b>
<b>Campione Italiano</b>			
<b>Media senza estremi</b>			<b>12,2x</b>

# Foglio Multipli

Choose prices avg

1

2

3

Comparable pricing analysis														
Data in € mln														
#	Company	Ticker	Country	EV / EBITDA			EV / EBIT			P / E			Beta Unlevered	D / (D+E)
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E		
1	Aéroports de Paris ADP	ADP-FR	FR	10,6x	10,1x	9,4x	18,1x	17,2x	15,4x	20,3x	20,7x	17,2x	0,62	40,8%
2	Fraport AG Frankfurt Airport Services Worldwide Unsponsored ADR	FPRUY-US	DE	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	0,39	65,4%
3	Flughafen Zurich AG	FHZN-CH	CH	9,6x	9,0x	8,4x	17,2x	15,5x	14,3x	19,5x	17,5x	16,6x	0,79	15,0%
4	Flughafen Wien AG	FLU-AT	AT	10,8x	9,9x	9,3x	16,3x	14,7x	13,5x	23,4x	20,0x	18,4x	0,37	-
5	Aeroporto Guglielmo Marconi di Bologna S.p.A.	ADB-IT	IT	6,8x	6,2x	5,2x	10,9x	9,9x	8,3x	16,2x	14,2x	12,0x	0,62	-
6	TAV Havalimanlari Holding A.S.	TAVHLE-TR	TR	7,0x	4,5x	4,3x	9,0x	7,8x	7,5x	9,1x	6,8x	5,7x	0,61	44,7%
7	Aena SME SA	AENA-ES	ES	10,2x	9,1x	8,6x	14,6x	12,5x	11,7x	15,8x	13,9x	12,8x	0,86	21,0%
8	Toscana Aeroporti S.p.A.	TVA-IT	IT	10,7x	7,7x	6,5x	24,1x	13,6x	10,9x	28,8x	11,7x	10,0x	0,31	26,2%
<b>Average</b>				<b>9,4x</b>	<b>8,1x</b>	<b>7,4x</b>	<b>15,7x</b>	<b>13,0x</b>	<b>11,6x</b>	<b>19,0x</b>	<b>15,0x</b>	<b>13,3x</b>	<b>0,57</b>	<b>26,6%</b>
<b>Average without outliers</b>				<b>9,6x</b>	<b>8,4x</b>	<b>7,6x</b>	<b>15,4x</b>	<b>13,2x</b>	<b>11,7x</b>	<b>19,0x</b>	<b>15,5x</b>	<b>13,7x</b>	<b>0,57</b>	<b>24,6%</b>
<b>Median</b>				<b>10,2x</b>	<b>9,0x</b>	<b>8,4x</b>	<b>16,3x</b>	<b>13,6x</b>	<b>11,7x</b>	<b>19,5x</b>	<b>14,2x</b>	<b>12,8x</b>	<b>0,62</b>	<b>23,6%</b>
<b>Min</b>				<b>6,8x</b>	<b>4,5x</b>	<b>4,3x</b>	<b>9,0x</b>	<b>7,8x</b>	<b>7,5x</b>	<b>9,1x</b>	<b>6,8x</b>	<b>5,7x</b>	<b>0,31</b>	<b>-</b>
<b>Max</b>				<b>10,8x</b>	<b>10,1x</b>	<b>9,4x</b>	<b>24,1x</b>	<b>17,2x</b>	<b>15,4x</b>	<b>28,8x</b>	<b>20,7x</b>	<b>18,4x</b>	<b>0,86</b>	<b>65,4%</b>

Comparable pricing analysis as of 31.12.2023 - Prices calculated as 120 days average  
Source: data information provider

# Foglio WACC

	Risk Free	LAST 12M
SI	D/(D+E) obiettivo?	NO
NO	% D/(D+E) obiettivo?	0%

WACC		
Tasso risk free 10Y (avg 12m)	4,3%	Approccio diretto (direttamente l'italiano e non il bund + country risk premium)
Premio per il rischio di mercato	5,5%	kroll
Beta unlevered	0,57	Formula di Hamada
Beta levered	0,71	
Country risk premium	0,0%	
Premio addizionale per il rischio	2,9%	kroll
<b>Costo del capitale proprio (Ke)</b>	<b>11,1%</b>	
Default spread	0,0%	
Spread passivo	2,0%	icr comparibili
Costo del debito lordo	6,3%	
Scudo fiscale	1,5%	
Tax rate	24,0%	
<b>Costo del debito netto (Kd)</b>	<b>4,8%</b>	
D/D+E	24,6%	
E/D+E	75,4%	
D/E	0,33	
<b>WACC</b>	<b>9,53%</b>	

Risk Free Mean 10Y	
Italy	
LAST 1M	3,81%
LAST 3M	4,37%
LAST 6M	4,33%
LAST 12M	4,26%
LAST 24M	3,69%

# Foglio INPUT

General information										Market cap (€B mld)			Market cap & NP (€ mld)			NP (€ mld)			Sales (€ mld)			Loans available (€B mld)									
Ticker	Name	Local Index	Country	PRC	Mov Avg 120d	Mov Avg 60d	Px Last	Mov Avg 120d	Mov Avg 60d	Px Last	NP 12M	NP 6M	Label NP	Sales Rev Turn	Op. Rev Turn	Divide	Dist. Net income	Tot. Share	Eqy	By St. Borrow	By LI. Borrow	By Cash	By M&A	By Other	By Minority Int.	By Pk. Eqy					
1	ADP	Aéroports de Paris ADP	FR	EUR	11,467	11,027	11,006	11,467	11,027	11,006	8,822	8,822	8,822	6,495	12/19/2022	6,495	1,904	1,948	651	4,300	1,170	8,521	2,342	-	-	904					
2	AFR	Fraport AG Frankfurt Airport Ser. SF10	DE	EUR	4,828	4,725	5,094	4,828	4,725	5,094	9,943	9,943	9,943	4,002	12/19/2022	4,002	1,168	946	393	4,319	1,565	10,568	2,411	748	274	-					
3	FLX	Flughafen Zürich AG	CH	CHF	5,465	5,444	5,391	5,712	5,700	5,766	1,028	1,022	1,021	1,275	12/19/2022	1,228	680	402	384	2,804	328	1,239	303	362	0	-					
4	WAT	Flughafen Wien AG	AT	EUR	4,081	4,180	4,276	4,091	4,180	4,276	115	115	118	932	12/19/2022	932	390	290	198	1,420	0	58	32	42	134	-					
5	GRU	Aeroporto Guglielmo Marconi di	IT	EUR	287	298	299	297	298	299	0	0	0	144	12/19/2022	144	0	24	17	208	29	21	44	5	-	-					
6	TAI	TAV Hellenic Aviation Holding A.S.	GR	EUR	43,034	42,840	39,253	4,458	1,367	1,197	-	-	-	1,320	12/19/2022	33,988	10,207	6,838	7,536	48,989	17,342	40,893	20,804	2,658	496	-					
7	AMS	Aena SME SA	ES	EUR	22,016	21,989	24,615	22,219	22,206	24,615	5,778	4,778	5,778	6,946	12/19/2022	6,946	2,829	2,088	1,601	7,627	1,672	6,993	3,363	33	498	-					
8	STN	Toscana Aeroporti S.p.A.	IT	EUR	201	209	214	201	209	214	78	78	78	117	12/19/2022	117	30	30	13	195	85	47	28	0	1	-					

  

Non-inclusive										Estimates (€B mld)										ICR				
Label NP	NP for re-levelling	EV (€B mld)	Beta observed	Beta D (D+E)	Beta raw observable	Eqy Rate	Coef debt r weighted	BETA FCR(1)	Tax rate	SALES	EBITDA	EBIT	NET INCOME	Mod. Return	Period End Dt	ETM End Dt								
8,822	7,888	20,288	0,62	40,8%	0,91	0,94	0,53	105	25,0%	5,440	5,793	6,088	1,922	2,014	2,166	1,120	1,178	1,320	565	554	665	2,9	2,0	
9,943	8,770	13,882	0,39	65,4%	0,87	0,91	0,16	105	30,0%	1,213	1,281	1,352	667	711	762	374	415	450	280	312	330	1,7	2,3	
964	964	6,426	0,79	19,1%	0,86	0,90	0,30	105	14,0%	899	889	1,036	386	423	451	256	285	309	173	203	221	22,1	26,6	
115	(19)	4,178	0,37	-	0,06	0,37	0,00	105	24,0%	38,690	55,384	55,916	11,119	17,490	18,176	8,720	10,020	10,494	4,733	6,261	7,698	11,6	39,0	
89	89	288	0,62	-	0,44	0,62	0,22	105	24,0%	46	55	171	42	46	55	27	29	35	18	21	25	10,8	13,0	
35,282	34,786	78,295	0,81	44,7%	0,99	0,99	0,49	105	23,0%	4,520	5,394	5,595	2,727	3,003	3,216	1,910	2,224	2,383	1,399	1,584	1,713	7,9	9,6	
5,778	5,845	27,791	0,86	21,0%	1,04	1,03	0,50	105	25,0%	57	112	121	28	38	45	12	22	26	8	18	22	3,2	3,2	
78	78	300	0,31	26,2%	0,09	0,48	0,01	105	24,0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
														Average		12,1								

# Foglio SUPPORT

Support as of **31/12/2023**

Currency	Ticker	Mov Avg 120d	Mov Avg 60d	Px Last
EUR	n.a.	1,00	1,00	1,00
USD	EURUSD	1,08	1,08	1,10
GBP	EURGBP	0,86	0,87	0,87
SEK	EURSEK	11,60	11,45	11,13
CHF	EURCHF	0,96	0,95	0,93
BRL	EURBRL	5,32	5,32	5,37
CNY	EURCNY	7,82	7,78	7,83
HKD	EURHKD	8,45	8,42	8,63
DKK	EURDKK	7,46	7,46	7,45
AUD	EURAUD	1,66	1,65	1,62
JPY	EURJPY	158,32	159,22	155,73
CZK	EURCZK	24,37	24,52	24,69
INR	EURINR	89,72	89,79	91,92
PLN	EURPLN	4,46	4,40	4,34
NOK	EURNOK	11,53	11,66	11,22
CAD	EURCAD	1,46	1,47	1,46
THB	EURTHB	38,28	38,30	37,70
EUR	#NAME?	#NAME?	#NAME?	#NAME?
EUR	#NAME?	#NAME?	#NAME?	#NAME?
EUR	#NAME?	#NAME?	#NAME?	#NAME?
EUR	#NAME?	#NAME?	#NAME?	#NAME?
EUR	#NAME?	#NAME?	#NAME?	#NAME?
EUR	#NAME?	#NAME?	#NAME?	#NAME?
EUR	#NAME?	#NAME?	#NAME?	#NAME?
EUR	#NAME?	#NAME?	#NAME?	#NAME?

Days C

EEO		
AF	Afghanistan	20,0%
AL	Albania	15,0%
DZ	Algeria	26,0%
AD	Andorra	10,0%
AO	Angola	25,0%
AI	Anguilla	-
AG	Antigua and E	25,0%
AR	Argentina	35,0%
AM	Armenia	18,0%
AW	Aruba	25,0%
AU	Australia	30,0%
AT	Austria	24,0%
AZ	Azerbaijan	20,0%
BS	Bahamas	-
BH	Bahrain	-
BD	Bangladesh	25,0%
BB	Barbados	5,5%
BY	Belarus	18,0%
BE	Belgium	25,0%
BJ	Benin	30,0%
BM	Bermuda	-
BO	Bolivia	25,0%
BN	Bonaire, Saint	25,0%
BA	Bosnia and H	10,0%
BW	Botswana	22,0%
BR	Brazil	34,0%
BN	Brunei Daruss	18,5%
BG	Bulgaria	10,0%
BF	Burkina Faso	28,0%

# Foglio ERPs by country

## Country and Equity Risk Premiums

Date of update: 1-Jul-24

Enter the current risk premium for a mature equity market

4.12% Implied ERP for S&P 500

Do you want to adjust the country default spread for the additional volatility of the equity market to add to a country premium?

Yes

If yes, enter the multiplier to use on the default spread (See worksheet for volatility numbers for selected emerging markets)

1.2x

See "Relative Equity Volatility" worksheet

Country		Moodys's rating	Rating-based Default Sp.	total Equity Risk Prem.	Country Risk & Premi.	Sovereign CDS, net of CV	total Equity Risk Premii.	Country Risk Premii.	Has to be sorted in ascending order
									Rating spread in basis points
Abu Dhabi	Middle East	Aa2	0.46%	4.72%	0.60%	0.27%	4.47%	0.35%	A1 66
Albania	Eastern Europe & Russia	B1	4.24%	9.62%	5.50%	NA	NA	NA	A2 80
Andorra (Principality of)	Western Europe	Baa1	1.50%	6.07%	1.95%	NA	NA	NA	A3 113
Angola	Africa	B3	6.12%	12.06%	7.94%	6.33%	12.33%	8.20%	Aa1 38
Argentina	Central and South America	Ca	11.29%	18.78%	14.66%	NA	NA	NA	Aa2 46
Armenia	Eastern Europe & Russia	Ba2	3.38%	8.51%	4.39%	NA	NA	NA	Aa3 56
Aruba	Caribbean	Baa3	2.07%	6.80%	2.68%	NA	NA	NA	Aa3 0
Australia	Australia & New Zealand	Aaa	0.00%	4.12%	0.00%	0.00%	4.12%	0.00%	B1 424
Austria	Western Europe	Aa1	0.38%	4.61%	0.49%	0.00%	4.12%	0.00%	B2 518
Azerbaijan	Eastern Europe & Russia	Ba1	2.36%	7.18%	3.06%	NA	NA	NA	B3 612
Bahamas	Caribbean	B1	4.24%	9.62%	5.50%	NA	NA	NA	Ba1 236
Bahrain	Middle East	B2	5.18%	10.84%	6.73%	1.94%	6.64%	2.52%	Ba2 283
Bangladesh	Asia	B1	4.24%	9.62%	5.50%	NA	NA	NA	Ba3 338
Barbados	Caribbean	B3	6.12%	12.06%	7.94%	NA	NA	NA	Ba1 150
Belarus	Eastern Europe & Russia	C	17.50%	26.84%	22.72%	NA	NA	NA	Ba2 179
Belgium	Western Europe	Aa3	0.56%	4.85%	0.73%	0.00%	4.12%	0.00%	Baa3 207
Belize	Central and South America	Caa2	8.47%	15.12%	11.00%	NA	NA	NA	c 1750
Benin	Africa	B1	4.24%	9.62%	5.50%	NA	NA	NA	Ca 1129
Bermuda	Caribbean	A2	0.80%	5.18%	1.03%	NA	NA	NA	Caa1 706
Bolivia	Central and South America	Caa3	9.41%	16.34%	12.22%	NA	NA	NA	Caa2 847
Bosnia and Herzegovina	Eastern Europe & Russia	B3	6.12%	12.06%	7.94%	NA	NA	NA	Caa3 941
Botswana	Africa	A3	1.13%	5.58%	1.46%	NA	NA	NA	NR NA
Brazil	Central and South America	Ba2	2.83%	7.79%	3.67%	2.11%	6.86%	2.74%	
Bulgaria	Eastern Europe & Russia	Baa1	1.50%	6.07%	1.95%	0.81%	5.17%	1.05%	
Burkina Faso	Africa	Caa1	7.06%	13.28%	9.16%	NA	NA	NA	
Cambodia	Asia	B2	5.18%	10.84%	6.73%	NA	NA	NA	
Cameroon	Africa	Caa1	7.06%	13.28%	9.16%	7.00%	13.21%	9.09%	
Canada	North America	Aaa	0.00%	4.12%	0.00%	0.00%	4.12%	0.00%	
Cape Verde	Africa	B3	6.12%	12.06%	7.94%	NA	NA	NA	

## Foglio *ARP* 2024

Decile	Low End Breakpoint (\$M)	High End Breakpoint (\$M)	Size Premium
Mid Cap	3,011.22	14,820.05	0,66%
Low Cap	555.88	3,010.81	1,24%
Micro Cap	1.58	554.52	2,91%
<b>Breakdown of CRSP Deciles 1 - 10</b>			
1	36,942.98	2,662,326.05	-0,06%
2	14,910.72	36,391.11	0,46%
3	7,493.61	14,820.05	0,61%
4	4,622.26	7,461.28	0,64%
5	3,011.22	4,621.79	0,95%
6	1,864.29	3,010.81	1,21%
7	1,050.08	1,862.49	1,39%
8	555.88	1,046.04	1,14%
9	213.04	554.52	1,99%
10	1.58	212.64	4,70%
<b>Breakdown of CRSP 10th Decile</b>			
10A	97.46	212.64	3,29%
10B	1.58	97.40	7,64%
10W	153.80	212.64	2,38%
10X	97.46	153.67	4,43%
10Y	57.82	97.40	6,22%
10Z	1.58	57.45	10,73%

# Foglio *Interest Coverage Ratios*

Interests Coverage Ratios

Damodaran, Jan 2023

For non-financial service firms only

				<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>
>	$\leq$ to	<i>Rating is</i>	<i>Spread is</i>			
-100000	0.199999	D2/D	20.00%	17,44%	14,34%	20,00%
0.2	0.649999	C2/C	17.50%	13,09%	10,76%	17,50%
0.65	0.799999	Ca2/CC	15.78%	9,97%	8,80%	15,78%
0.8	1.249999	Caa/CCC	11.57%	9,46%	7,78%	11,57%
1.25	1.499999	B3/B-	7.37%	5,94%	4,62%	7,37%
1.5	1.749999	B2/B	5.26%	4,86%	3,78%	5,26%
1.75	1.999999	B1/B+	4.55%	4,05%	3,15%	4,55%
2	2.249999	Ba2/BB	3.13%	2,77%	2,15%	3,13%
2.25	2.49999	Ba1/BB+	2.42%	2,31%	1,93%	2,42%
2.5	2.999999	Baa2/BBB	2.00%	1,71%	1,59%	2,00%
3	4.249999	A3/A-	1.62%	1,33%	1,29%	1,62%
4.25	5.499999	A2/A	1.42%	1,18%	1,14%	1,42%
5.5	6.499999	A1/A+	1.23%	1,07%	1,03%	1,23%
6.5	8.499999	Aa2/AA	0.85%	0,85%	0,82%	0,85%
8.50	100000	Aaa/AAA	0.69%	0,69%	0,67%	0,69%

# Foglio *Risk Free*

<b>Set-up:</b>	
<b>Field</b>	<b>FG_YIELD</b>
<b>Start</b>	31/12/2021
<b>End</b>	31/12/2023
<b>Frequency</b>	Daily
<b>Maturity</b>	10Y
	30Y

<b>Date</b>	
<b>1M</b>	01/12/2023
<b>3M</b>	01/10/2023
<b>6M</b>	01/07/2023
<b>12M</b>	01/01/2023
<b>24M</b>	01/01/2022

<b>Italy</b>	<b>Italy</b>	<b>UK</b>	<b>France</b>
--------------	--------------	-----------	---------------

TRYIT10Y-FDS	TRYIT30Y-FDS	TRYGB10Y-FDS	TRYFR10Y-FDS
--------------	--------------	--------------	--------------

<b>Average 1M</b>	3,80925	<b>Average 1M</b>	4,39790	<b>Average 1M</b>	3,77435	<b>Average 1M</b>	2,64615
<b>Average 3M</b>	4,37046	<b>Average 3M</b>	4,89367	<b>Average 3M</b>	4,19662	<b>Average 3M</b>	3,11132
<b>Average 6M</b>	4,33145	<b>Average 6M</b>	4,81231	<b>Average 6M</b>	4,31282	<b>Average 6M</b>	3,11804
<b>Average 12M</b>	4,25709	<b>Average 12M</b>	4,60794	<b>Average 12M</b>	4,01306	<b>Average 12M</b>	2,99500
<b>Average 24M</b>	3,68642	<b>Average 24M</b>	4,01886	<b>Average 24M</b>	3,19764	<b>Average 24M</b>	2,34826

Date	FG_YIELD	Date	FG_YIELD	Date	FG_YIELD	Date	FG_YIELD
29/12/2023	3,742	29/12/2023	4,438	29/12/2023	3,534	29/12/2023	2,534
28/12/2023	3,573	28/12/2023	4,22	28/12/2023	3,471	28/12/2023	2,474
27/12/2023	3,504	27/12/2023	4,132	27/12/2023	3,456	27/12/2023	2,421
26/12/2023	3,56	26/12/2023	4,174	26/12/2023	3,496	26/12/2023	2,461
22/12/2023	3,56	22/12/2023	4,174	22/12/2023	3,496	22/12/2023	2,461
21/12/2023	3,591	21/12/2023	4,187	21/12/2023	3,537	21/12/2023	2,475
20/12/2023	3,614	20/12/2023	4,193	20/12/2023	3,546	20/12/2023	2,491
19/12/2023	3,632	19/12/2023	4,215	19/12/2023	3,637	19/12/2023	2,527
18/12/2023	3,757	18/12/2023	4,327	18/12/2023	3,695	18/12/2023	2,605
15/12/2023	3,719	15/12/2023	4,299	15/12/2023	3,674	15/12/2023	2,541
14/12/2023	3,814	14/12/2023	4,408	14/12/2023	3,76	14/12/2023	2,654
13/12/2023	3,936	13/12/2023	4,476	13/12/2023	3,848	13/12/2023	2,715
12/12/2023	3,998	12/12/2023	4,54	12/12/2023	3,962	12/12/2023	2,772
11/12/2023	4,05	11/12/2023	4,598	11/12/2023	4,08	11/12/2023	2,824
08/12/2023	4,034	08/12/2023	4,604	08/12/2023	3,991	08/12/2023	2,811

## Foglio *Assumption and Scenarios*

	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Inflazione			1%	1%	1%	1%	1%	1%
% Passeggeri in partenza	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%

### Scenario Marketing

Marketing contribution	A contributo a pax costante
------------------------	-----------------------------

### Posizionamento ricavi

Posizionamento	Nei costi
----------------	-----------

### L.R. dopo EBITDA

L.R. sotto EBITDA	Si
-------------------	----

Proiezione post 2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046	2047
% Incremento ricavi dovuto a volume di traffico	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
% Incremento ricavi dovuto a inflazione	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
% Incremento ricavi	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
<b>Incremento EBITDA</b>																		
% Incremento nel periodo 2030-2053	4%																	

## Foglio *Financials and Business Plan*

Stato Patrimoniale	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
<b>ATTIVO FISSO</b>	<b>12.732</b>	<b>24.666</b>	<b>23.956</b>	<b>34.452</b>	<b>41.133</b>	<b>43.350</b>	<b>42.289</b>
Beni propri mater	1.583	1.258	994	780	625	501	495
Beni PQI	10.859	23.159	22.745	33.472	40.327	42.668	41.613
Beni propri immater	115	74	42	25	7	7	7
Altre attività non correnti	175	175	175	175	175	175	175
<b>CCN</b>	<b>(6.510)</b>	<b>(2.305)</b>	<b>(2.042)</b>	<b>(1.342)</b>	<b>(1.020)</b>	<b>(1.247)</b>	<b>(1.301)</b>
Rimanenze di magazzino	64	64	64	64	64	64	64
Crediti	5.244	5.241	5.833	7.077	7.629	7.757	8.157
Altre attività correnti	37	37	37	37	37	37	37
Fornitori	(4.402)	(4.632)	(4.816)	(5.072)	(5.204)	(5.389)	(5.960)
Altre passività	(7.454)	(2.965)	(3.207)	(3.445)	(3.545)	(3.715)	(3.899)
<b>Capitale investito</b>	<b>6.221</b>	<b>22.361</b>	<b>21.914</b>	<b>33.100</b>	<b>40.114</b>	<b>42.103</b>	<b>40.988</b>
Fondo TFR	(1.308)	(1.296)	(1.284)	(1.272)	(1.260)	(1.248)	(1.236)
Fondo Rischi e Oneri	(1.766)	(1.766)	(1.766)	(1.766)	(1.766)	(1.766)	(1.766)
Fondo imposte di fertite	-	-	-	-	-	-	-
<b>CIN</b>	<b>3.147</b>	<b>19.299</b>	<b>18.856</b>	<b>30.071</b>	<b>37.088</b>	<b>39.089</b>	<b>37.985</b>
Debito bancario/ (Cassa)	(8.933)	(25)	(3.759)	(7.098)	(1.118)	(278)	(2.716)
Finanziamenti pregressi	403	-	-	-	-	-	-
Nuovo Finanziamento	-	5.500	4.900	14.940	13.365	11.769	10.088
Finanziamenti a breve	-	-	-	-	-	-	-
<b>Debito netto (PFN)</b>	<b>(8.530)</b>	<b>5.475</b>	<b>1.222</b>	<b>7.842</b>	<b>12.267</b>	<b>11.491</b>	<b>7.372</b>
<b>Patrimonio netto</b>	<b>11.677</b>	<b>13.824</b>	<b>17.643</b>	<b>22.229</b>	<b>24.821</b>	<b>27.598</b>	<b>30.614</b>
Patrimonio netto di terzi	-	-	-	-	-	-	-
<b>Fonti di finanziamento</b>	<b>3.147</b>	<b>19.299</b>	<b>18.856</b>	<b>30.071</b>	<b>37.088</b>	<b>39.089</b>	<b>37.985</b>

Conto economico	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ricavi Aviation	12.015	11.040	13.500	15.014	15.644	16.718	17.893
Retail e subconcessioni	2.780	3.333	3.807	4.287	4.491	4.778	5.089
Altri ricavi	-	578	207	212	215	218	222
<b>Totale Ricavi</b>	<b>14.795</b>	<b>14.951</b>	<b>17.513</b>	<b>19.494</b>	<b>20.350</b>	<b>21.714</b>	<b>23.204</b>
Persone	(5.024)	(5.302)	(5.630)	(6.035)	(6.242)	(6.529)	(6.884)
Manutenzioni	(396)	(400)	(426)	(440)	(446)	(465)	(465)
Utilities e costi per servizi industriali	(1.672)	(1.803)	(1.853)	(1.900)	(1.922)	(1.955)	(1.988)
Costi Commerciali	(243)	(397)	(227)	(225)	(228)	(234)	(239)
Servizi generali ed altri costi	(1.840)	(2.013)	(2.111)	(2.297)	(2.254)	(2.326)	(2.400)
<b>Totale Costi</b>	<b>(9.174)</b>	<b>(9.915)</b>	<b>(10.248)</b>	<b>(10.808)</b>	<b>(11.892)</b>	<b>(11.498)</b>	<b>(12.076)</b>
<b>Margine operativo</b>	<b>5.621</b>	<b>5.037</b>	<b>7.265</b>	<b>8.687</b>	<b>9.257</b>	<b>10.216</b>	<b>11.128</b>
Contributi Regionali (L.R. 22/2010)	3.031	3.031	3.212	3.630	4.046	4.215	4.510
Costi di sviluppo traffico Marketing	(3.031)	(3.031)	(3.212)	(3.630)	(4.046)	(4.215)	(4.510)
<b>EBITDA</b>	<b>5.621</b>	<b>5.037</b>	<b>7.265</b>	<b>8.687</b>	<b>9.257</b>	<b>10.216</b>	<b>11.128</b>
<b>EBITDA %</b>	<b>38,0%</b>	<b>33,7%</b>	<b>41,5%</b>	<b>44,5%</b>	<b>45,5%</b>	<b>47,0%</b>	<b>48,0%</b>
Ammortamenti	(1.064)	(1.812)	(1.710)	(1.639)	(3.095)	(4.120)	(4.766)
Svalutazioni & Accantonamenti	(720)	-	-	-	-	-	-
<b>EBIT</b>	<b>3.837</b>	<b>3.225</b>	<b>5.556</b>	<b>7.048</b>	<b>6.162</b>	<b>6.096</b>	<b>6.362</b>
<b>EBIT %</b>	<b>25,9%</b>	<b>21,6%</b>	<b>31,7%</b>	<b>36,2%</b>	<b>30,3%</b>	<b>28,1%</b>	<b>27,4%</b>
Gestione Straordinaria	(19)	-	-	-	-	-	-
Gestione Finanziaria	(17)	-	-	-	-	-	-
<b>EBT</b>	<b>3.801</b>	<b>3.225</b>	<b>5.556</b>	<b>7.048</b>	<b>6.162</b>	<b>6.096</b>	<b>6.362</b>
<b>EBT %</b>	<b>25,7%</b>	<b>21,6%</b>	<b>31,7%</b>	<b>36,2%</b>	<b>30,3%</b>	<b>28,1%</b>	<b>27,4%</b>
Imposte	(928)	(858)	(1.517)	(1.842)	(1.584)	(1.584)	(1.684)
<b>Utile Netto</b>	<b>2.873</b>	<b>2.367</b>	<b>4.039</b>	<b>5.206</b>	<b>4.565</b>	<b>4.502</b>	<b>4.678</b>
<b>Utile Netto %</b>	<b>19,4%</b>	<b>15,8%</b>	<b>23,1%</b>	<b>26,7%</b>	<b>22,4%</b>	<b>20,7%</b>	<b>20,2%</b>

Rendiconto Finanziario	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	
<b>EBITDA</b>		<b>5.037</b>	<b>7.266</b>	<b>8.687</b>	<b>9.257</b>	<b>10.216</b>	<b>11.128</b>	
Variazione del CCN		(4.206)	(263)	(700)	(323)	227	53	
(Investimenti)/disinvestimenti immobilizzazioni fisse		(100)	-	-	-	-	(100)	
(Investimenti)/disinvestimenti immobilizzazioni immateriali		(13.646)	(1.000)	(12.134)	(9.777)	(6.337)	(3.605)	
Variazione delle altre attività fisse		-	-	-	-	-	-	
Variazione Fondo TFR		(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	(12)	
Variazione altri fondi		-	-	-	-	-	-	
Imposte sul reddito di esercizio		(858)	(1.517)	(1.842)	(1.587)	(1.584)	(1.684)	
Finanziamento CAPEX		5.500	520	9.980	1.554	1.616	1.681	
<b>Flusso di cassa operativo</b>		<b>(8.285)</b>	<b>3.954</b>	<b>3.958</b>	<b>(4.006)</b>	<b>885</b>	<b>4.099</b>	
Oneri e proventi finanziari		(220)	(220)	(619)	(598)	(535)	(471)	
Altre variazioni		-	-	-	-	-	-	
Rimborso finanziamenti		(403)	-	-	-	-	-	
Dividendi		-	-	-	(1.376)	(1.190)	(1.190)	
<b>Flusso di cassa netto</b>		<b>(8.908)</b>	<b>3.734</b>	<b>3.339</b>	<b>(5.980)</b>	<b>(840)</b>	<b>2.438</b>	
Change in cash		8.908	-	3.734	-	5.980	840	-

# Capitolo 13

## Bibliografia

### Capitolo 2

1. Graham A., *Managing airports: an international perspective*, op. cit., pp. 204 e ss.

### Capitolo 3

1. Assaeroporti, "Il Modello di Business degli Aeroporti", disponibile su: <https://www.assaeroporti.com/il-modello-di-business-degli-aeroporti>.
2. ENAC, "Decreto Ministeriale 259/2014 - Aggiornamento dei diritti aeroportuali", disponibile su: [https://www.enac.gov.it/sites/default/files/allegati/2019-Gen/DM\\_259\\_2014-Aggiornamento\\_diritti.pdf](https://www.enac.gov.it/sites/default/files/allegati/2019-Gen/DM_259_2014-Aggiornamento_diritti.pdf).
3. Direttiva 2009/12/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 marzo 2009 sui diritti aeroportuali, disponibile in Gazzetta ufficiale dell'Unione europea L 70/11 del 14 marzo 2009.
4. Airports Council International (ACI), "The Economic Impact of Airports", disponibile su: <https://aci.aero/about-aci/priorities/economics/>.
5. IATA (International Air Transport Association), "Airport Handling Manual", disponibile su: <https://www.iata.org/en/publications/store/airport-handling-manual/>.
6. Oum T. H., Yu C., Fu X., "A comparative analysis of productivity performance of the world's major airports: summary report of the ATRS global airport benchmarking research report—2002", *Journal of Air Transport Management*, 2003, n. 9, pp. 285-297.
7. ICAO (International Civil Aviation Organization), disponibile su: <https://www.icao.int/Pages/default.aspx>.

8. Airports Council International (ACI), "The Economic Impact of Airports", disponibile su: <https://aci.aero/about-aci/priorities/economics/>.
9. Giannetti R., 2006, *L'analisi dei costi nelle società di gestione aeroportuale*, Giappichelli, pp. 50 e ss.
10. Airports Council International (ACI), "The Economic Impact of Airports", disponibile su: <https://aci.aero/about-aci/priorities/economics/>.
11. Francis G., Humphreys I., Fry J., "The benchmarking of airport performance", *Journal of Air Transport Management*, 2002, n. 8, pp. 239-247.
12. OIV, Discussion Paper n. 2/2021, *L'uso di informazione finanziaria prospettica nella valutazione d'azienda*, marzo 2021, disponibile su: <https://www.fondazioneoiv.it/discussion-papers>.
13. Bini M., Visciano N., "Informazione finanziaria prospettica nella valutazione aziendale".

#### Capitolo 4

1. "Partenariato Pubblico-Privato e Finanza di Progetto", Dipartimento per la Programmazione e il Coordinamento della Politica Economica (DIPE), disponibile su: <https://www.programmazioneeconomica.gov.it/it/il-dipe-in-tema-di-partenariato-pubblico-privato/partenariato-pubblico-privato>.
2. Italia, Decreto Legislativo 31 marzo 2023, n. 36, "Codice dei contratti pubblici", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale, n. 77 del 31 marzo 2023.
3. Italia, Decreto Legislativo 31 marzo 2023, n. 36, "Articolo 174 - Partenariato pubblico-privato", pubblicato nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana, Serie Generale, n. 77 del 31 marzo 2023.
4. Autorità Nazionale Anticorruzione (ANAC), "Partenariato Pubblico-Privato: ANAC aggiorna le linee guida", disponibile su: <https://www.anticorruzione.it/-/partenariato-pubblico-privato-anac-aggiorna-le-linee-guida>.

#### Capitolo 5

1. Bodie, Z., Kane, A., Marcus, A. J. (2019). *Investments* (11th ed.). McGraw-Hill Education.
2. Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. (2016). *Corporate Finance* (11th ed.). McGraw-Hill Education.

3. Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.
4. Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J. (2016). *Corporate Finance* (11th ed.), Capitolo 7. McGraw-Hill Education.
5. Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset* (3rd ed.). Wiley.
6. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J. (2000). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies* (3rd ed.). Wiley.
7. Petersen, C. V., Plenborg, T. (2012). *Financial Statement Analysis: Valuation, Credit Analysis, Executive Compensation* (1st ed.). Pearson.
8. Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education.

## Capitolo 6

1. Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.), Capitolo 2, McGraw-Hill Education.
2. Brealey, R. A., Myers, S. C., Allen, F. (2020). *Principles of Corporate Finance* (13th ed.), Capitoli 19-20, McGraw-Hill Education.
3. Pignataro, P. (2013). *Financial Modelling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. Wiley, Capitolo 8, pp. 291-305.
4. OIV (Organismo Italiano di Valutazione), *Principi Italiani di Valutazione*, pp. 145-146, 2015, documento disponibile su richiesta.
5. Pignataro, P. (2013). *Financial Modelling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. Wiley, Capitolo 8, pp. 300-305.

## Capitolo 7

1. OIV (Organismo Italiano di Valutazione), *Principi Italiani di Valutazione*, pp. 152-157, 2015, documento disponibile su richiesta.
2. Pignataro, P. (2013). *Financial Modelling and Valuation: A Practical Guide to Investment Banking and Private Equity*. Wiley, Capitolo 8, p. 309.
3. OIV (Organismo Italiano di Valutazione), *Principi Italiani di Valutazione*, p. 152, 2015, documento disponibile su richiesta.

## Capitolo 8

1. Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., Jordan, B. (2022). *Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education, Capitolo 13.
2. Ross, S. A., Westerfield, R. W., Jaffe, J., Jordan, B. (2022). *Corporate Finance* (13th ed.). McGraw-Hill Education, Capitolo 13.

## Capitolo 9

1. Interviste al management di unaEcco la bibliografia strutturata con la numerazione per capitoli come richiesto:

## Ringraziamenti

Concludere questo percorso rappresenta per me un traguardo significativo, raggiunto grazie al sostegno, all'incoraggiamento e all'affetto di molte persone che desidero ringraziare.

In primo luogo i miei genitori e i miei fratelli, Chiara e Lorenzo, per il loro supporto incondizionato e per aver sempre creduto in me. Senza la loro vicinanza e i loro preziosi consigli, non sarei riuscito a superare i momenti più difficili. Ai miei coinquilini di Via Lima, Manu e Frank. Quando si studia in un'altra città, si affrontano sfide legate al distacco dagli affetti e dalle proprie sicurezze. Voi siete stati la mia famiglia a Roma e, dopo questi anni vissuti insieme, lo sarete per sempre.

Ai miei amici Andrea, Gabri, Cesare, Alessandro e Luca. Siete sempre stati il mio porto sicuro a casa. La vostra stima nei miei confronti mi ha spronato a essere la versione migliore di me stesso. Spero di continuare a crescere e a non deludervi mai.

A Gio e Guido, per voi non ci sono parole sufficienti. Sappiamo tutti e tre quanto sia profondo il legame che ci unisce. Siete la mia seconda famiglia; il bene che vi voglio è paragonabile a quello che provo per i miei fratelli, perché, anche se non di sangue, lo siete. Il tempo trascorso insieme (tanto) mi ha riempito il cuore ed i vostri insegnamenti oggi fanno parte di ciò che sono.

A Eldi e Josh. Roma ci ha riavvicinati e mi ha permesso di riscoprire due persone straordinarie. Josh, sei il fratello maggiore che tutti dovrebbero avere, un punto di riferimento solido e affidabile. Eldi, sei una delle persone più dolci che abbia mai conosciuto; il tuo sguardo è in grado di trasmettere una serenità unica e di migliorare anche le giornate peggiori. La vostra presenza è stata fondamentale in questo percorso, e vi sarò sempre grato per la vicinanza e l'affetto che mi avete donato.

Un ringraziamento speciale va anche a Luca, il mio collega preferito. Grazie per aver creduto in me. La tua presenza in ufficio rende ogni giornata lavorativa più piacevole e leggera. I tuoi consigli e le risate condivise sono per me un'importante fonte di insegnamento e accrescono la mia stima nei tuoi confronti sia dal punto di vista professionale che umano.

Infine, dedico questa tesi ai miei nonni, ai miei cugini e agli zii, che con il loro affetto e la loro vicinanza mi hanno dato la forza di non arrendermi mai e di raggiungere questo importante traguardo. A tutti voi va il mio più sincero grazie.

Francesco